إدارة التمويل المصرفي

بسم الله الرحمن الرحيم

قال تعالى:

﴿قَالُواْ سُبْحَانَكَ لاَ عِلْمَ لَنَا إِلاَّ مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنتَ
الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾ صدق الله العظيم

سورة البقرة الآية (٣٢)

إدارة التمويل المصرفي

الأستاذ الدكتور

محمد الفاتح محمود بشير المغربي

أستاذ إدارة الأعمال وعميد كلية الاقتصاد والعلوم الاجتماعية

جامعة القرآن الكريم والعلوم الإسلامية – السودان

المدرب المعتمد بالمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية

البحرين – المنامة

٢٠٢٠م



الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي

الكتاب : **إدارة التمويل المصرفي**

المؤلف : **أ. د. محمد الفاتح محمود بشير المغربي**

رقم الطبعة : الأولى
تاريخ الإصدار : ٢٠٢٠م

الناشر : الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي
العنوان : ٨٢ شارع وادي النيل المهندسين ، القاهرة ، مصر
تلفاكس : ٥٦١ ٣٣٠٣٤ (٠٠٢٠٢) ٠١٢٢/١٧٣٤٥٩٣
البريد الإليكتروني: m.academyfub@yahoo.com

رقم الإيداع : ١٦٩٥٤ / ٢٠١٩
الترقيم الدولي : 978-977-831-015-3

المقدمة

الحمد لله الواحد الأحد الفرد الصمد الذي لم يلد ولم يولد ولم يكن له كفواً أحد، وصلاة الله وسلامة علي سيدنا محمد مفتاح الرحمة وعين النعمة وعلى آله وصحبه وسلم.. وبعد.

تزداد الحاجة إلى التمويل من مصادر خارجية أثناء فترة التضخم النقدي ويعتبر الائتمان أحد المصادر الخارجية للتمويل وعندما يستمر التضخم النقدي وتحاول الحكومة إيقاف أو ضبطه من خلال سياسة نقدية انكماشية، فترتفع معدلات الفوائد ويصبح من الصعب الحصول على قروض مالية، في ظل هذه الظروف، نجد أن بعض الشركات يمكن أن تؤخر دفع قيمة البضاعة المشتراه إلى ما بعد الفترة العادية المنصوص عليها في شروط الائتمان"، ولكن عند أي مستوى معين من المبيعات، يؤدي امتداد فترة عدم الدفع إلى زيادة في متوسط فترة التحصيل وإلى زيادة في حجم الأموال المستثمر في المدينين للشركة المباعة، وهكذا ولذلك فمن نتائج التضخم النقدي المستمر زيادة أهمية دور سياستي الائتمان والتحصيل، وظهور دراسات حديثة عن سياسة الائتمان وكيفية تحليل قرارات سياسة الائتمان، ولذلك أصبح موضوع إدارة الائتمان ذات أهمية بالغة في دراسة التمويل.

إن تصحيح هذا الفهم يقع على عاتق المتخصصين في تبيان أهمية وظائف التمويل ودورها في تخطيط الاحتياجات المالية ورسم السياسات واتخاذ القرارات وتحليل الآثار المترتبة عليها للوقوف على أداء المنشآت وتحقيق أهدافها المتمثلة في تحقيق الأرباح وتعظيم قيمتها.

لقد شهدت تسعينيات القرن العشرين طفرة كبرى في التكنولوجيا واستخدام الحاسوب ساهمت في زيادة الإمكانات التطبيقية للتمويل وتمكينها من المساهمة الفاعلة في شتى مجالات العمل المالي خاصة مجالات التخطيط والتحليل المالي واتخاذ القرارات. كما ساهمت في تقليل الجهد والوقت المبذولين في الأداء المالي وفى زيادة سرعة الإنجاز ودقته. وأصبح من واجب التمويل في الدول النامية مواكبة هذا التطور.

تدور هذه الدراسة حول وظائف التمويل حيث توضح من خلال وحداتها الثمانية المفاهيم العامة للوظيفة المالية والكيفية التي يتم بها الحصول على الأموال وتوظيفها في النظام الرأسمالي والنظام الإسلامي كما تتناول الأسس التي يقوم عليها التخطيط المالي والدفع المالي والسياسات والتحليل المالي في منشآت الأعمال.

يحتوي هذا الكتاب على ثمانية فصول تناول الفصل الأول مفاهيم أساسية في التمويل وتناول الفصل الثاني طبيعة القرارات التمويلية وتكلفتها أما الفصل الثالث فتناول العلاقة بين العائد والتكلفة وأثرها في اختيار هيكل التمويل وخصص الفصل الرابع العائد والمخاطر في التمويل والاستثمار وجاء الفصل الخامس بعنوان قرارات الاستثمار والتمويل ويليه الفصل السادس مفهوم الاستثمار الفصل السابع بعنوان مقدمات قرار الاستثمار وأخيراً الفصل الثامن مخاطر الاستثمار.

وفي الختام فإننا نضع بين أيدي طلبتنا الأعزاء هذا الجهد المتواضع والذي يمثل محاولة بسيطة من قبلنا للإسهام في تزويد المكتبة العربية بكتاب في ميادين الإدارة.

سائلين الله التوفيق والسداد للجميع،،،

الفصل الأول
مفاهيم أساسية في التمويل

أولاً: مفاهيم التمويل:

يعتبر التمويل النشاط الرئيسي الذي يرتكز عليه الاستثمار في الشركات والمؤسسات ويتمثل في كيفية الحصول علي الموارد المالية من مصادر داخلية وخارجية وتوزيعها علي الاستخدامات المختلفة.

التمويل من الناحية الاقتصادية:

تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم التمويل من وجهة النظر الاقتصادية، ومنها:

أن التمويل هو: تدبير الأموال في المشروع [1].

وأنه: مجموع الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع في أي وقت يكون هناك حاجة إليها، ويمكن أن يكون هذا التمويل قصير الأجل أو متوسط الأجل أو طويل الأجل [2].

ومن ذلك أيضا ما ذهب إليه البعض من أن التمويل هو: الإمداد بالأصول في أوقات الحاجة إليها [3].

مفهوم التمويل الإسلامي:

تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم التمويل الإسلامي، ومن هذه التعريفات ما يلي:

أن التمويل الإسلامي هو: "أن يقوم الشخص بتقديم شيء ذو قيمة مالية لشخص آخر إما على سبيل التبرع أو على سبل التعاون بين الطرفين من أجل استثماره بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهما على نسبة يتم الاتفاق عليها

---

(١) إدارة التمويل في مشروعات الأعمال: د/عبد الفتاح دياب حسن، سلسلة مطبوعات المجموعة الاستشارية العربية، مطبعة النيل، القاهرة، ١٩٩٦م، ص٣١.

(٢) التمويل اللاربوي للمؤسسات الصغيرة في الأردن: د/ جميل محمد سلمان خطاطية، ص٦، نقلا عن د/ عبد العزيز هيكل: موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة – بيروت، ط١، ١٩٨٦ م.

(٣) التمويل اللاربوي: المرجع السابق ص٣٨.

مسبقا وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى مساهمته في رأس المال واتخاذ القرار الإداري والاستثماري [1]. وذهب جانب آخر إلى تعريفه بأنه: " تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الاسترباح من مالكها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية [2].

ويلاحظ على هذا التعريف انه اقتصر على التمويل الاستثماري، دون أن يشمل على التمويل التطوعي كالهبة والتبرع كوسائل وعقود تمويل في الإسلام كما أنه لم يشتمل كذلك على صيغة القرض الحسن.

لذا فإن التعريف الأولى بالقبول للتمويل الإسلامي أنه: " تقديم ثروة عينية أو نقدية إما على سبيل التبرع أو التعاون أو الاسترباح من مالكها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد معنوي أو مادي تحث عليه أو تبيحه الأحكام الشرعية [3].

فهذا التعريف يشمل كافة أنواع التمويل سواء كان بين شخصين أو بين شخص ومؤسسة مالية أو بينه وبين الدولة، كما يشمل التمويل الاستثماري والتمويل التطوعي.

وجه الخلاف بين التمويل الإسلامي والتمويل الربوي:

توجد بعض الفروق الجوهرية التي تميز التمويل الإسلامي الاستثماري عن التمويل الربوي لاسيما لما يتميز به التمويل الإسلامي من خصائص لا تتوافر في التمويل الربوي، ويتضح ذلك من خلال العناصر التالية:

أ) ملكية رأس المال:

يستمر ملك رأس المال في التمويل الإسلامي للمالك، بينما تنتقل الملكية لرأس المال للطرف الآخر في التمويل الربوي [4].

---

(١) التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص: د/ فؤاد السرطاوي، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى ١٩٩٩م، ص٩٧.

(٢) مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي: د/ منذر قحف، تحليل فقهي واقتصادي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب – جدة، ١٩٩١م، الطبعة الأولى، ص١٢.

(٣) التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة: د/ محمد عبد الحميد محمد فرحان، دراسة لأهم مصادر التمويل، دون طبعة، دون تاريخ، ص ٣١.

(٤) التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص: مرجع سابق، ص١٠٠.

ب) الربح والخسارة:

١- يشترك الطرفان في الربح – قل أو كثر – حسب اتفاقيهما في التمويل الإسلامي، بينما لا ترتبط الزيادة التي يحصل عليها الممول في التمويل الربوي بنتيجة ربحية المشروع ولا بحصة المستفيد من التمويل.

٢- الخسارة تقع على رب المال في التمويل الإسلامي، بينما لا يتحمل الممول في التمويل الربوي أي خسارة، أي أن المستفيد في التمويل الإسلامي لا يضمن الخسارة إلا في حال التعدي أو التقصير؛ لأن يده يد أمانة، بينما في التمويل الربوي تعتبر يده يد ضمان.

٣- الربح في التمويل الإسلامي ربح حقيقي؛ لأنه ناتج عن زيادة في عناصر الإنتاج، بينما في التمويل الربوي ربح وهمي[١].

ج) طبيعة نشاط الاستثمار:

١- ينحصر التمويل الإسلامي في الأعمال الاستثمارية المتوقع ربحها، بينما يمكن تمويل أي نوع من الأعمال في التمويل الربوي [٢].

٢- يقتصر التمويل الإسلامي على الأعمال الموافقة للشرع، بينما يمكن تمويل أي نوع من الأعمال في التمويل الربوي " كالمرقص، والبار "ونحوهما.

٣- يشترط في التمويل الإسلامي التركيز على المشاريع التي تمتزج فيها عناصر الإنتاج، بينما لا يشترط ذلك في التمويل الربوي، فمثلا قد يستخدم المستفيد المال في إقراضه بالربا.

د) طبيعة التمويل:

يتم التمويل الإسلامي عن طريق النقود أو عن طريق الأصول الثابتة، بينما في التمويل الربوي يكون التمويل عن طريق النقد فقط [٣].

---

(١) أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل: د/ الغريب ناصر ١٩٩٦م، ص٢٨٦.

(٢) مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي: مرجع سابق، ص٥٢.

(٣) التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص: مرجع سابق، ص١٠٠، التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة: مرجع سابق، ص٣٦.

تطور مفهوم التمويل:

يعتبر التمويل من أقدم فروع علم الاقتصاد إلا أن دراسته لم تحظى بالاهتمام إلا منذ عهد قريب عندما تولد إحساس بضرورة وضع المبادئ الأساسية لنظرية التمويل بعد ثراء النظرية الاقتصادية وما أسفرت عنه الدراسات التحليلية في هذا المجال من نتائج تمثلت في مجموعة من المبادئ أصبح من السهل تكييفها وبلورتها في نظرية التمويل.

ولقد حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المشروع وتطوره وتفاوت درجة فعالية طرق التمويل وأساليبه إلا أنهم يجمعون على أن التمويل يعني " توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع تطوير مشروع عام أو خاص" وبعبارة أخرى " عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي".

غير أن اعتبار التمويل على أنه الحصول على الأموال واستخدامها للتشغيل أو تطوير المشروع يمثل النظرية التقليدية للوظيفة التمويلية وهي نظرة تركز أساسا على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة ولذلك فإنه لا بد لكي يكون هذا التعريف متماشيا مع النظرة الحديثة لمفهوم التمويل أن يفهم على أنه يتضمن جميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام الأموال استخداما اقتصاديا بما ذلك الاستخدامات البديلة ودراسة تكلفة المصادر المتاحة والنظر إلى القضايا المالية على أنها غير منفصلة عن أعمال كثيرة أخرى في المشروع كالإنتاج والتسويق....الخ.

ففي الاقتصاديات المعاصرة يشكل التمويل أحد الأنشطة الرئيسية لتطوير القوى المنتجة وبالتالي الإنتاج فهو يحدد مسار رأس المال نفسه وبخاصة اللحظة الأساسية في تحويل رأسمال نقدي إلى رأسمال منتج فبدون المال وبدون الوسائل النقدية لا يمكن أن يحدث هذا التحول فالحصول على مستلزمات الإنتاج لا يتحقق إلا عن طريق المبادلة في أسواقا معينة وهذا تأكيد لمقولة "المال قوام الأعمال"، فالحاجة إلى رأس المال من أجل التمويل

تنبع من كل القطاعات من المؤسسات العامة أو الخاصة، من العائلات أو الخواص، من الدولة وكذا من الخارج وذلك لتسهيل القيام بجملة من الأنشطة حسب الدور الذي يلعبه كل متعامل اقتصادي من المتعاملين السابقين.

فالمؤسسات تحتاج إلى موارد مالية أولا من أجل الحصول على المعدات والتجهيزات، وثانيا من أجل مواكبة التطور الصناعي والتجاري، وأخيرا من أجل تسديد التزاماتها واستحقاقاتها من أجور ومصاريف وغيرها.

والخواص يقعون في الحاجة للمال بسبب الفرق الموجود بين مستوى مداخليهم ومستوى المصاريف التي يجب أن يقوموا بها، وعليه فالصعوبات المالية لديهم تنبع إما من صعوبات مؤقتة في السيولة أو ضرورة تسديد مصاريف استثنائية، أو الرغبة في اقتناء أو استبدال معدات، الرغبة في الحصول على ملكية أي تحقيق استثمار عقاري، ولتحقيق مثل هذه الرغبات يستلزم توفر الفرد على إمكانيات حقيقية للادخار، بالإضافة إلى إمكانية الحصول على الأموال من المصادر الخارجية والمتمثلة في الإقراض.

أهمية التمويل:

يعتبر التمويل مهماً جداً لجميع المؤسسات والمنشات ويرجع ذلك إلي الحاجة الاقتصادية للسلع والخدمات التي يحتاج لها الناس في حياتهم اليومية حيث يؤدي رأس المال في المجتمعات الحديثة دوراً رئيسياً في إتباع الحاجات وتنوعها.

كما زاد الاهتمام بالتمويل واعتباره علم مستقل بزاته بعد أن ازداد الاهتمام بالتحليل المالي ودراسات التدفقات النقدية والتخطيط المالي وظهور البرمجة الخطية. وامتد من كونه أداة للحصول علي الاحتياجات المالية إلي النظام المالي ككل فأصبحت مكونات التمويل متعددة وكثيرة وشملت التنظيم المالي والتخطيط المالي والسيولة النقدية والاستثمار طويل الأجل – مصادر الحصول علي الأموال والمؤسسات المالية وأسواق المال والأساليب الفنية للحصول علي الأموال فأصبح علماً لاتخاذ القرارات والأساليب كطريق

لنجاح المؤسسات ويتمثل في الحصول علي أكبر عائد من الأموال المستخدمة في مختلف الأصول.

ويتمثل التمويل في المهام الآتية:

١- تكييف الوسائل النقدية المتاحة مع العمليات المادية بأنواعها المختلفة الضرورية اجتماعية.

٢- تحقيق أعلي عائد ممكن من خلال الدورة السريعة للمخصصات المالية في عملية تجديد الإنتاج الاجتماعي.

٣- تحقيق مبدأ العقلانية والرشد عند إنفاق هذه المخصصات في العمليات المادية التي إنجازها علي مستوي المؤسسات

٤- الحصول علي الأموال التي يتم بواسطتها تشغيل أعمال المنشأة وهي استثمار النقدية وحسابات للقبض والبضاعة والآلات والمعدات وذلك لزيادة الاستثمار في احد الأصول وتقليله في أصل أخر أو زيادة أحد الخصوم مثل "زيادة الاقتراض.

٥- التمويل يقوم بتحديد نوعية الاستمارة من بين عدة بدائل تتنافس مع بعضها "مثل" اقتراح زيادة مخزون بتفضيله علي بدائل أخري مثل شراء الآلات الجيدة أو زيادة مصروفات الإعلان (١).

٦- تتمثل أهمية التمويل في إعادة توزيع الدخل والأصول بين مصادر الأموال وتحديد أفضل طريقة للحصول علي الأموال من تلك المصادر المتاحة (٢).

٧- تأثير مصدر معين علي تكلفة التمويل من المصادر المختلفة والتغيرات المتوقعة في هذه التكاليف والعلاقات القائمة فيما بينها (٣).

أن مصادر الحصول علي الأموال أو الأصول يمكن أن تكون مصادر داخلية "الإرباح المحتجزة " أو خارجية كما ويقوم التمويل بحساب العائد والتكلفة المتوقعة بالنسبة لكل أصل أو استخدام أضافي للأموال. وما هي

---

(١) شوقي حسين عبد الله التمويل والإدارة المالية، القاهرة: النهضة العربية، ١٩٨٠م، ص ٢٥

(٢) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص٣٥.

(٣) المرجع السابق ذكره، ص٤٠.

قيمة الأموال الكلية التي ينبغي علي المؤسسات والشركات استخدامها ومعرفة الطريقة التي تستخدمها هذه الشركات للحصول علي الأموال. وذلك حسب فرص الاستثمار المتاحة والظروف المؤثرة علي مصادر الحصول علي الأموال. وذلك يؤدي إلي تحديد حجم الشركات والطريقة التي تنمي بها والشكل الذي يتم به الاحتفاظ بالنقدية والأصول وتركيب الخصوم بالطريقة التي تناسب هذه الشركات [١].

وعلي ذلك فإن التمويل يشمل مجموعة من المهام والتي تدل علي مقدار أهميته من الحصول علي الأموال وإدارتها في نواحي متعددة.

ويرجع هذا الاهتمام إلي الحاجة الماسة إلي السلع والخدمة في مجال الاقتصاد والمجتمع وفي شتي المجالات ولان رأس المال المعتمد علي التمويل في المجتمعات الحديثة يؤدي دوراً أساسياً في إشباع هذه الحاجات في شتي المجالات [٢].

ثالثاً: دوافع التمويل وأهدافه:

أن الهدف الأساسي التي تهدف إليه كل مؤسسة اقتصادية هو تحقيق أكبر عائد يقوم بتغطية متطلبات الشركات والمؤسسات وتغطية مستلزماتها والتزاماتها وهنالك أهداف أخري تتمثل في:

١- استخدام الموارد التي تم الحصول عليها الاستخدام الأمثل الذي يؤدي إلي زيادة فعاليات عمليات وإنجازات المؤسسة إلي الحد الأقصى وذلك بالتوصل إلي قرارات استثمارية سليمة وعمليات فعالة مع وجود مصادر أموال مختلفة يمكن الحصول منها علي الأموال واختيار أفضلها.

٢- تحقيق أقصي ثروة للمساهمين من خلال تحقيق المنفعة القصوى لهم والتي تقاس بقيمة أسعار الشركة في الأسواق المالية.

٣- تحقيق أقصي ربح مقابل تحقيق أقصي ثروة وذلك بزيادة الربح الإجمالي للشركة وزيادة ربحية السهم.

---

(١) المرجع السابق ذكره، ص٤٣.

(٢) المرجع السابق ذكره، ص١١.

٤- توسيع وتضخيم الشركة وتحقيق القيمة القصوى للشركة من ناحية إجمالية.

٥- تحقيق رفاهية ومنفعة المجتمع [1].

٦- تحقيق وتقييم الخدمات والمقدرة علي إبقاء واستمرارية الشركة مع الرضي الشخصي والعام.

٧- تحديد المصدر الذي يضيف أقل التكاليف أي التمويل والذي يؤدي استخدمه أي تحقيق إيراد إضافي. والذي يكون بالشروط التي تتناسب مع احتياجات الشركة المرتقبة وحسب حالة الشركة في الوقت الحاضر وفي المستقبل [2].

٨- تحقيق أقصي قيمة حالية للمنشأة ولأصحابها أي تعظيم الربح في الأجل الطويل.

٩- تحديد نظام سليم وأساس جيد لتوجيه الأموال في الشركة واستخدامها فيما يحقق الأهداف طويلة الأجل وذلك:

بجمع كل المعلومات اللازمة عن طريقة الاستثمار والتمويل المتاحة وتحليل مزود بالمقاييس العلمية التي تساعد في تحقيق الهدف العام والأهداف العامة للشركة بأفضل طريقة ممكنة من استخدام أمثل للأموال [3].

١٠- القدرة علي اتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الربط بين سياسات الأنشطة المختلفة كأسلوب دقيق وهادف للاستخدام الأمثل للإمكانيات التمويلية المتاحة في المؤسسات الإنتاجية والخدمية.

١١- تحقيق الضمان الأمثل لاستمرارية المؤسسات وقدرتها علي الوفاء بالتزاماتها وتحقيق أفضل ربحية اقتصادية ممكنة.

---

(١) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني،(المملكة العربية السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩٣م)، ص ص٢٧-٢٩.

(٢) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص٢٥.

(٣) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص٣٩.

كما تشتمل دوافع التمويل في:

١- في اقتصاديات السوق وذلك لوجود الربحية.

٢- والمنافسة الحادة بين المؤسسات الاقتصادية الإنتاجية والخدمية لتثبيت موقع الشركات في السوق ومواجهة التحديات والمنافسة وتحقيق أقصي إيراد من الاستثمار.

٣- تحقيق الاعتماد الذاتي في الإدارة والتمويل وتقليص دور الأجهزة المركزية في مجال تخطيط المنشآت.

٤- تطوير النشاط الاقتصادي وفق الأسس المالية والمحاسبية المعتمدة علي حساب التكلفة واستخدام الفوائض المالية.

٥- زيادة مقدرة المنشأة التمويلية التي تدعم إمكانية المنشأة علي زيادة طاقتها الإنتاجية ودعم مركزها المالي بحيث تصبح أكثر قدرة علي إيجاد موقع ثابت لها في سوق المنافسة مع قابليتها للتطور المستمر [١].

أنواع التمويل:

أنواع التمويل هي المصادر التي يتم منها تمويل جميع المشروعات علي المستوي الخاص والعام ويتقدم إلي:

أولاً: التمويل الخاص والذاتي:

ويشتمل علي مساهمة صاحب أو أصحاب المشروع في التمويل في حين يفهم من التمويل الذاتي استخدام جزء من إيرادات المشروع في عملية التمويل وفق قرارات إدارة المشروع.

ومن أهم مصادر التمويل الداخلي (حقوق الملكية) وهي طويلة الأجل وتعتبر في الشركات عبارة عن الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة.

١/ الأسهم العادية:

وهي عبارة عن أوراق مالية تعدها الشركات للحصول علي الأموال الدائمة "رأس المال" ويحمل كل منها قيمة أسمية تمثل جزء من رأس المال، أي أن رأس المال يقسم إلي عدد من الأسهم تمنح حاملها حق ملكية الشركة

---

(١) الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com ٢٠١١/٢/٢١.

وتحمله المخاطر حسب نسبة مساهمته وفي حالة تصفية الشركة لا يحق لحامل السهم العادي المطالبة بحقوقه في التصفية لا بعد تسوية كافة المطالبات الأخرى كحقوق المقرضين وحقوق حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة كما يحق لحامل السهم العادي الحصول علي الأرباح إذا ما حققت الشركة أرباحاً وفي حالة تحقيق خسائر لا يحق له الحصول علي عائد ولم يتخذ قرار بتوزيع الأرباح من حقه حضور الجمعية العمومية والاشتراك في قراراتها والإستراتيجية ولسهم العادي عدة قيم بخلاف القيمة الاسمية ومنها:

أ) **القيمة الدفترية:** وهي قيمة موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع الالتزامات في ذلك الوقت أو حاصل قيمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية.

ب) **القيمة السوقية:** السعر الذي يتم به تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.

ت) **القيمة التصفوية:** هي نصيب السهم من تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

وتعتبر الأسهم العادية أقل خطورة وأكثر مرونة من المصادر الأخرى وال تحمل عبئاً للشركة ولا ضغوطاً على سيولتها وأنسب المصادر في حالة وجود قيود كما يعاب عليها زيادة قاعدة المالكين للشركة وزيادة توزيع الأرباح وزيادة تكلفة التمويل(١).

٢/ الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية ومن مصادر التمويل طويل الأجل وتقوم بين الأسهم العادية والقروض وهي أيضاً من أموال الملكية أي لا يحدد تاريخ لردها وللأسهم الممتازة الحق في الحصول على الأرباح الموزعة كما ليس لها الحق في التصويت أو التمثيل في مجلس الإدارة كما يوجد سقف محدد للحصول على الأرباح المحددة وتنقسم الأسهم الممتازة حسب حقيبتها للأرباح الموزعة إلي:

---

(١) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، د ن٢٠٠٤م ص٣١

الأسهم الممتازة ذات الأرباح الموزعة تراكمياً فتنتقل من السنة إلي السنة التالية وكذلك الأسهم الممتازة غير التراكمية وهي عكس النوع الأول كما هناك الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح المتبقية من حملة الأسهم العادية والأرباح عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

كما يتميز التمويل عن طريق الأسهم الممتازة بعدة مزايا هي:

إن عدم دفع الأرباح لحملة الأسهم لا يؤدي إلي إفلاس الشركة كذلك عدم النص على مشاركة الأسهم الممتازة في الأرباح يزيد من صحة السهم العادي كما لا تؤثر الأسهم الممتازة على إدارة الشركة كما يمكن استبدال الأسهم بوسائل تمويل أخرى أقل تكلفة وإصدار الأسهم الممتازة قد يزيد من تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة لها ولكن يعاب على الأسهم الممتازة إذا تركم العوائد قد يؤدي ذلك إلي تعرض الشركة لبعض الصعوبات المالية كما يمكن أن يكون التمويل عن طريق الأسهم الممتازة أعلى تكلفة من الوسائل الأخرى(١).

٣/ الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة من أقل أنواع التمويل تكلفة وأقلها خطورة وأن كان ذلك مرهوناً بإتباع الشركة لسياسة حكيمة توازن بين توزيع جزء من الأرباح على المساهمين والاحتفاظ بالجزء الآخر ليشكل مورداً ذاتياً لتمويل النمو والتطور في الشركة، فكلما ارتفع معدل توزيع الأرباح كلما قل معدل احتجازها وقل بالتالي فرصة الشركة في تمويل استثماراتها من هذا المصدر قليل التكلفة عديم الشروط، فالأرباح المحتجزة مفروضة بحكم القانون لتكوين الاحتياطات للمساعدة على نمو الشركة وزيادة تحسين الوضع الائتماني والقدرة على الاقتراض.

ويتميز التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بأنه لا يحتاج إلي جهد كبير أو مفاوضات في الحصول عليه لأنه متاح لكل المؤسسات الرابحة وليس عليه

---

(١) عبد الغفار عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، مرجع سابق، ص٣٣.

شروط تؤثر على الأوضاع الاقتصادية للشركات كما لا تؤثر على الإدارة القائمة من حيث التغير في عدد الأصوات [1].

ثانياً: التمويل الخارجي:

١/ القروض:

هي عبارة عن اتفاق بين المقرض والمقترض يتم بموجبه حصول المقترض على مبلغ من المال يلتزم برده لمقرض في موعد معين تحددها شروط الاتفاق ويتوقع المقرض استرداد قيمة أسهمهم طالما أن المشروع مستمر في العمل وذلك عند حلول أجل السداد المتفق عليه ويحصل كذلك المقرض على فوائد ثابتة كما لهم الأولوية في الحصول على هذه الفوائد حتى لو لم تحقق الشركة أرباح ولهم أحقية المشاركة في الجمعية العمومية نظرا للخطر الذي يتعرض له أصحاب القروض.

أنواع القروض:

١. **الائتمان التجاري:** هو الائتمان الذي يمنحه البائع للمشتري على شكل بضاعة يقوم المشتري بإعادة بيعها لسداد قيمتها للبائع لاحقاً وعادة ما يكون هذا الائتمان قصير الأجل في شكل حساب جاري، ويتأثر الائتمان التجاري بالمركز المالي للبائع بالمرونة والسهولة في منحه وهو المصدر الوحيد للتمويل في المؤسسات صغيرة الحجم ويتميز بالاستمرارية في تجديده.
٢. **الائتمان المصرفي:** هو القرض الذي تحصل عليه المنشأة من أحد المصارف التجارية بهدف سد احتياجاتها الآنية والطارئة وهي ما قروض طويلة الأجل أو قصيرة الأجل ومن أمثاله الحساب الجاري المدين والاعتمادات بضمان البضائع.
٣. **الأوراق التجارية:** هي أداء للتمويل قصير الأجل وهي السندات الأذنية والسندات لأمر وليست الكمبيالات والشيكات وشهادات الإيداع

(١) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م، ص٤٦٣.

وتتميز بانخفاض تكلفتها وسهولة إجراءاتها واتساع قاعدة تسويقها ويعاب عليها تعرضها للتأثير السريع بالظروف الاقتصادية.

٢/ السندات:

عبارة عن وثائق ذات قيمة اسمية غير قابلة للتجزئة ولكنها قابلة للتداول يكتتب فيها المسئولين وبذلك تصبح اتفاقاً بين الجهة المصدرة له والمكتتب فيها ويقض هذا الاتفاق بأن يقرض المكتتب مبلغ السند إلي الجهة المصدرة لفترة محددة وبسعر حملة الأسهم ولا يحق لهم الاشتراك في الجمعية العمومية أو التصويت.

أنواع السندات:

١. **السند لحامله:** وهو القابل لتداول عن طريق الشراء والبيع حيث يدفع لحامله الفائدة وأصل الدين.د
٢. **السند الاسمي:** تتحقق الحماية للسند من السرقة والتلاعب لأنه مسجل باسم شخص معين ولا يدفع المبلغ والفائدة إلا له.
٣. **السند القابل للتحويل إلي سهم:** وذلك بناءاً على رغبة حامله ووفقاً للشروط يمكن تحويل السند إلي أسهم عادية.
٤. **السند المضمون:** أي المضمون برهن ثابت للأراضي والآلات أو الأوراق المالية.
٥. **السند غير المضمون:** أي غير مضمون بأصل معين ولكن مضمون بالمركز الائتمائي للشركة.
٦. **السند الذي لا يحمل معدلاً للفائدة:** وهو الذي يصدر بخصم من القيمة الاسمية على أن يسترد المكتتب القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق والفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يستحقها المكتتب.
٧. **السند ذو سعر الفائدة:** وذلك وفقاً لمعدلات التضخم أو أسعار الفائدة في السوق.

٨. **سند الدخل:** وهو الذي لا توقع عليه فوائد إلا بعد تحقيق دخل المنشأة المصدرة له، وأيضاً هناك سند Junk bank ذات مخاطرة عالية وسندات الحكومة التي تصدرها الدولة وتباع في البورصة [(١)].

٣/ الاستئجار:

وهو الانتفاع بالأصل دون امتلاكه في مقابل دفع مبلغ للمالك وذلك بصفة دورية تزيد من مخاطرة المالية والتأجير أما مالي أو تشغيلي والتأجير المالي أو الرأس مالي هو عقد غير قابل للإلغاء يلتزم فيه المستأجر بدفع أقساط نقدية لمالك العقار الأصلي تعادل في مجموعها قيمة الأصل مضافاً إليها الفائدة وتنتهي بتمليك الأصل للمستأجر ويلتزم المستأجر بخدمات الصيانة والتأمين والضرائب. أما التأجير التشغيلي أو تأجير الخدمات فهو الانتفاع من خدمات الأصل دون الانتهاء بتمليكه الأصل فيمكن أن تكون مدة التأجير التشغيلي أقل من العمر الإنتاجي للأصل المؤجر ويجوز إلغائه أو تحديده للمستأجر الأول أو أي مستأجر آخر لذلك تكون دفعات الإجارة كافية لتغطية تكاليف الأصل كما في التأجير المالي ولكن تكلفة المالي قد تكون أعلى من تكلفة التأجير التشغيلي.

تختلف نظرة المستأجر للإيجار عن نظرة المؤجر فالأول ينظر إليه من حيث التكلفة بمعنى لا ينظر إليه إلا إذا كانت تكلفته أقل من تكلفة شراء الأصل أما المؤجر فينظر إلي دفعات الإيجار من زاوية أنها مناسبة مع استثماره أم ويضع في اعتباره سعر الفائدة وتركيز دفعات السداد في نهاية المدة مع طول فترة الاستئجار وكذلك في حالة إتباع طريقة الاستهلاك تمكن من تحقيق وفر ضريبي أو تخضع المؤجر لضريبة أكبر [(٢)].

فهذه جميعها تعتبر مصادر للتمويل ويتم اختيار المصدر الأمثل للتمويل بعد دراسة وافية من قبل الإدارة لاختيار البديل الذي يتناسب مع إستراتيجيات وسياسة الإدارة والذي يحقق لها أهدافها بأقل تكلفة وأكبر عائد ممكن.

---

(١) عبد الغفار حنفي، ورسمية قياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سابق، ص٤٩٤.

(٢) سيد الهواري، أساسيات الإدارة المالية، القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م، ص ص٧٢-٧٣.

ثانيا: أهمية التمويل:

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها، لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات. من هذا المنطلق يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في:

- ✓ تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها،
- ✓ يساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني،
- ✓ يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من اجل اقتناء أو استبدال المعدات،
- ✓ يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي،
- ✓ يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي،
- ✓ المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية (ويقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة).

ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداما أمثلا لما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، وأن قرار اختيار طرق التمويل يعتبر أساس السياسة المالية حيث يرتبط بهيكل رأس المال وتكلفته إذ يختار البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن.

ثالثا: طرق وأشكال التمويل:

يمكن النظر إلى طرق وأشكال التمويل من عدة جوانب أهمها:

- المدة التي يستغرقها،
- مصدر الحصول عليه،
- الغرض الذي يستخدم لأجله،

١/أشكال التمويل من حيث المدة:

وبموجب معيار المدة تنقسم أشكال التمويل إلى:

أ- **تمويل قصير الأجل:** يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

ب- **تمويل متوسط الأجل:** يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمشروع كتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عددا من السنين، وتكون مدته ما بين سنة وخمسة سنوات.

ج- **تمويل طويل الأجل:** وينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل وتوجه أيضا إلى مشاريع إنتاجية تفوق مدتها خمس سنوات.

يلاحظ على هذا التقسيم أنه تقسيم كلاسيكي -نظري- وقد بدأ يفقد أهميته علميا إذ لم يكن هناك حدود فاصلة بين العمليات التي يمارسها المشروع مهما كان نوع نشاطه كما أن انتشار ظاهرة التجديد مواعيد إسحاق الديون قد ألغى الحدود الزمنية التي تفصل بين أنواع سابقة الذكر، إذ من الممكن أن يتحول قصير الأجل إذ كان من المصدر الخارجي (قروض مثلا) بعد تحديد موعد استحقاقه إلى تمويل متوسط الأجل وهي ظاهرة أصبحت شائعة في التعاملات المالية وبالمثل يمكن أن يتحول التمويل متوسط الأجل إلى التمويل طويل الأجل.

٢/ أشكال التمويل من حيث مصدر الحصول عليه:

وينقسم التمويل تبعا لمصادره إلى:

أ- تمويل ذاتي: ويقصد به مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي تبقي تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة، وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية، وتختلف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها ويرجع ذلك إلى أن توسيع إمكانيات التمويل الذاتي يرتبط أساسا بقدرة المشروع على ضغط تكاليف الإنتاج من جهة ورفع أسعار منتجاته الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح من جهة أخرى.

ب- تمويل خارجي: ويتمثل في لجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض، سندات، أسهم) لمواجهة احتياجاته التمويلية وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لدى المؤسسة [(١)].

ويمكن التمييز هنا بين التمويل الخاص الذي يأتي من مدخرات القطاع الخاص (أفراد أو مؤسسات والذي يكون في شكل أسهم أو سندات) وبين التمويل العام الذي يكون مصدره موارد الدولة ومؤسساتها (قروض بنكية وسندات خزينة)، وتختلف الأهمية النسبية لكل من هذين النوعين من بلد لآخر حسب طبيعة النظام الاقتصادي السائد في هذا البلد.

٣/ أشكال التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله:

وينتج عن هذا التصنيف ما يلي:

أ- تمويل الاستغلال: ويتمثل في ذلك القدر من الموارد المالية الذي يتم التضحية به في فترة معينة من أجل الحصول على عائد في نفس فترة الاستغلال، وبهذا المعنى ينصرف تمويل الاستغلال إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساسا بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها كنفقات شراء المواد الخام ودفع أجور العمال وما إلى ذلك من

---

(١) محمد صالح عبد القادر. نظريات التمويل الإسلامي. عمان: دار الفرقان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ١٩٩٧، ص٧٩.

المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي تشكل في مجموعها أوجه الإنفاق الجاري.

ب- **تمويل الاستثمار:** يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كاقتناء الآلات والتجهيزات وما إليها من العمليات التي يترتب على القيام بها زيادة التكوين الرأس مالي للمشروع.

ومن وجهة نظر المخطط الجزائري الاستثمار هو حصيلة ثلاث نشاطات هي[(١)]:

- اقتناء أو خلق سلعة معمرة بهدف زيادة طاقة الإنتاج أو إنشاء مجموعات إنتاجية كاملة،
- تجديد التجهيز الموجود المتعلق باستبدال سلعة معمرة بسلعة أخرى معمرة للمحافظة على طاقات الإنتاج.
- نفقات الصيانة والإصلاحات الكبيرة للعتاد المخصصة لإطالة الحياة الاقتصادية للتجهيزات الموجودة، بمعنى المدة العادية للاستغلال.

مما تقدم يتضح أن هناك خاصتين أساسيتين تميزان تمويل الاستثمار هما:

- إن عائد الأموال المنفقة على الاستثمار يتحقق بعد فترة زمنية طويلة نسبيا بعد حدوث الإنفاق، كما أن العائد لا يتحقق دفعة واحدة وإنما يتوزع على فترات (دورات إنتاجية)
- زيادة عنصر عدم التأكد المرتبط بتقديرات إيرادات وتكاليف الاستثمار الناتج عن طول الفترة التي يستغرقها النشاط الاستثماري وما تفتحه من احتمالات تغير المعطيات في نهاية الفترة عن بدايتها.

إن الهدف من التعرف على أنواع الأموال المتاحة وتحديد الخصائص المميزة لكل منها هو إمكانية المفاضلة والاختيار من بينها بأفضل الشروط

---

(١) أحمد سفر. العمل المصرفي الإسلامي: أصوله وصيغه وتحدياته. عمان: اتحاد المصارف العربية، الطبعة الأولى، ٢٠٠٤، ص٤٥.

والوصول إلى هيكل التمويل الذي يتحقق معه الهدف الأساسي للإدارة المالية وهو تعظيم قيمة المنشأة.

ولا يمكن التكلم عن الهيكل المالي دون التعرض إلى هيكل الرأس المالي هذا الأخير الذي يمثل جزاءه من الهيكل المالي ويشمل جميع أشكال وأنواع التمويل طويل الأجل (التمويل الدائم) فقط أما التمويل القصير الأجل التي تكون مع الهيكل رأس المال الهيكل المالي فإنها تشمل أساسا على الائتمان التجاري والائتمان المصرفي قصير الأجل.

إن أحد الأهداف الرئيسية للتعرف على أنواع الأموال واتخاذ القرار هو تحقيق أكبر عائد ممكن لملاك المنشأة ومعرفة مدى تأثير اختيار مزيج التمويلي معين (التمويل بالملكية+الاقتراض) على القيمة السوقية الأسهم في الطويل الأجل وعليه يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على إدارة المنشأة واتخاذها كي تضمن المنشأة الاستمرارية والنجاح.

وللمفاضلة بين المصادر المختلفة للتمويل سعيا وراء تخفيض التكلفة المرجحة لرأس المال المنشأة إلى الحد الأدنى المناسب لابد من أخذ بعض العوامل التي تعد من أهم العوامل المؤثرة في قرار التمويل بعين الاعتبار والمتمثلة في:

- تكلفة المصادر المختلفة للتمويل: أي تكلفة الجنيه سوداني الواحد من كل المصادر.
- عنصر الملائمة: بمعني أن يكون مصدر التمويل ملائما للمجال الذي ستستخدم فيه الأموال فإذا كان الغرض هو التمويل رأس المال العامل مثلا فليس من الحكمة حينئذ أن تكون تمويله بقرض طويل الأجل وفي هذا السياق يجب الالتزام بالقواعد التالية:
- لابد من التمويل الأصول الثابتة عن طريق المصادر الدائمة.
- ينبغي الاعتماد على المصادر الدائمة لتوفير مبلغ يعادل على الأقل الحد الأدنى لقيمة الأصول المتداولة
- يجب الاقتصار على المصادر المؤقتة لتمويل الحاجات الموسمية أو الحاجات قصيرة الأجل.

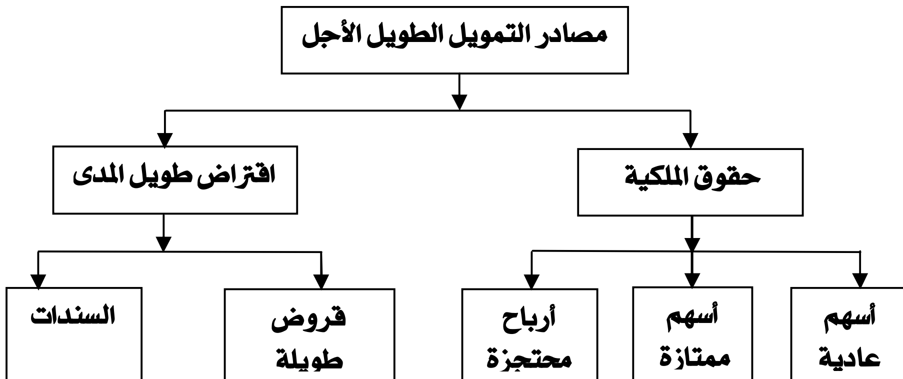
- القروض التي يفرضها المقرض على المنشأة المقترضة والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة أو بسياسات توزيع الأرباح أو بالقيود على مصادر التمويل الأخرى.

وعليه فإن أهم العوامل التي تدرس عند اتخاذ القرار التمويلي هي التكلفة المصدر الآجال المصادر المتاحة وعليه على المنشأة التعرف على مصادر التمويل المتاحة وشروط الحصول عليها وكذا تكلفة هذه المصادر وهل يستطيع المشروع الالتزام بها وبآجالها وهل تتناسب مع التدفقات النقدية للمشروع.

وسنحاول إلقاء الضوء على هذه العناصر الثلاثة حيث سنتعرض المصادر وشروطها وأجالها ثم تكلفة كل عنصر مصدر التمويلي.

أولا: مصادر التمويل طويلة الأجل:

وتنقسم إلى قسمين أساسين تبعا لمصادر الحصول عليها كما يوضحه الشكل الموالى:



١/ التمويل عن طريق حقوق الملكية:

وينقسم هذا النوع من التمويل كما هو موضح في الشكل السابق إلى: التمويل بالأسهم الممتازة، التمويل بالأسهم العادية والتمويل بالأرباح المحتجزة.

١- ١/ الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما

يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.

القيمة الاسمية: هي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقانونها الأساسي والتي تظهر بوضوح على قسيمة السهم وقد يكون هناك مبلغ معين يحدده القانون يمثل الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم.

القيمة الدفترية: وهي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة، وتمثل تكلفة شراء هذا الأصل ناقص الإهلاكات المتراكمة، وقد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند إهلاكه بالكامل ولكن لا تزال له قيمة اقتصادية لأنه مازال منتجاً [1].

وتساوي القيم الدفترية لشركة إجمالي الموجودات ناقص المطلوبات وتتضمن حقوق المساهمين وحسابات رأس المال، علاوة الإصدار، الاحتياطات والأرباح المحتجزة .أما القيمة الدفترية للسهم العادي فتساوي قيمة رأس المال على عدد الأسهم، وتعكس هذه القيمة ما قدمه المساهمون مباشرة" الرأس والمدفوع والعلاوات" أو غير مباشرة وعن طريق احتجاز الأرباح لتمويل استثمارات الشركة لكنها لا تعكس القوة الإيرادية لهذه الاستثمارات.

القيمة السوقية هي السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق، بالنسبة إلى السهم العادي، فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم، وذلك في ضوء ربحية الشركة. ففي بداية أعمال الشركة، من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية، وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح، وحين تحقق الشركة أرباحا عالية ومتنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة

(١) وائل محمد عربيات. المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية – أساليب الاستثمار – الاستصناع – المشاركة المتناقصة. عمان: دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى (الإصدار الثاني) ٢٠٠٩، ص٤٥.

متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم.

على أي حال إن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنية بين العرض والطلب في السوق وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم.

السهم هو سند الملكية لحامله، و يتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية العمومية، وحق الإطلاع على دفاتر المؤسسة، والمشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول وتكون مسؤوليته محدودة حسب حصته في رأس المال.

وحملة الأسهم العادية يتحملون أكثر المخاطر وبالتالي يطلبون معدل عائد مرتفع لأنهم آخر من يأخذ حصته (بعد الدائنين وحملة الأسهم الممتازة).

ومن جهة أخرى بالنسبة للشركة فالفوائد تطرح من الوعاء الضريبي بينما توزيعات الأسهم لا تعفى من الضريبة.

١- ١- ١/ مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية:

من مزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم العادية:

يعطي للمؤسسة مصادرا متنوعة من التمويل مما يمكنها من مواجهة التغير في الظروف الاقتصادية.

ليس للسهم العادي أجل محدد للتسديد، ولا يحتم المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد.

المؤسسة غير ملزمة بدفع الأرباح إلا إذا تحققت وتم اتخاذ قرار بتوزيعها كلها أو جزء منها.

رفع حجم الأموال من الأسهم العادية يدني نسبة حجم الأموال من القروض ضمن الأموال الدائمة وهذا يكون بمثابة ثقة وضمان في مقدرة المؤسسة على زيادة الموارد المالية من الاقتراض فتشجع الدائنين على مدها بالمزيد من القروض.

١- ١- ٢/ عيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية:

من المساوئ التي تنتج عند اللجوء إلى هذا النوع من التمويل نذكر:

- ارتفاع التكلفة من أموال الأسهم العادية، فإقبال الأفراد على الأسهم العادية يكون بعد توقعهم الحصول على معدلات أعلى من معدلات فوائد السندات ومعدلات أرباح الأسهم الممتازة، وارتفاع التكلفة يعود إلى عنصر المخاطرة وارتفاع تكلفة الإصدار وباقي المصاريف المرتبطة بالاكتتاب.
- على عكس السندات والقروض، فالأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية تخضع للضريبة قبل التوزيع مما يؤدي إلى كبر الوعاء الضريبي للمؤسسة.
- اتساع حجم الأموال من الأسهم العادية وتزايد المساهمين وبما يحق لهم من المشاركة في مجلس الإدارة، يحد من حرية استقلالية القرار الإداري خاصة في أمور قد تكون الإدارة هي أدرى من غيرها بها.

إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول لمساهمين جدد، مما يعني تشتتا أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن العيب قد يكون التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية

١- ٢/ التمويل من الأسهم الممتازة:

السند الممتاز سند ملكية لحامله، ويتمتع حامل السهم الممتاز بنفس المزايا والحقوق التي يتمتع بها حمل السهم العادي (ما لم يكن هناك نص مخالف لذلك). وللسهم الممتاز أيضا قيمة اسمية، و قيمة دفترية أو محاسبية (حقوق الملكية الممتازة ÷عدد الأسهم الممتازة)، و قيمة إصدار قد تفوق القيمة الاسمية (الحصول على علاوة الإصدار) أو تقل عنها (تتحمل المؤسسة خصم الإصدار) وتختلف السهم الممتازة عن الأسهم العادية في (١):

- لحامل السهم الممتاز الحق في استرجاع قيمة سهمه عند التصفية.
- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت (إلا في الحالات القصوى).
- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بالوضع المالي المؤسسة.

---

(١) عبد الحميد أبو موسى. واقع الصناعة المصرفية الإسلامية وتحديات الانفتاح المالي الدولي المعاصر. لبنان: مجلة إتحاد المصارف العربية، العدد ٢٨٧، ٢٠٠٤.

- حامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.
- لإدارة المؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها (خاصة عندما تنخفض أسعار الفائدة).
- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.

١- ٢- ١/ أنواع الأسهم الممتازة:

هناك أنواع عديدة من الأسهم الممتازة كل نوع يختلف في طريقه الدفع والامتيازات .

- الأسهم التراكمية: أي حصة أرباح مستحقه لا يعلن عنها على أنها تراكمية ويجب دفعها مثل الإعلان عن حصة أرباح السهم العادي.
- الأسهم غير التراكمية: على العكس مما سبق فإن أصحاب الأسهم الممتازة الغير تراكمية يخسرون حصص أرباحهم عن أي فترة لا يعلن أعضاء مجلس الإدارة خلالها عن حصة أرباح.
- أسهم المشاركة: وهنا يتم دفع حصة أرباح إضافية فوق حصة الأرباح المذكورة إذا تجاوزت حصة الأرباح الأسهم العادية المبلغ المذكور.
- الأسهم القابلة للتحويل: يمكن استبدال هذه الأسهم (تحويلها) إلى عدد معين من الأسهم العادية بسعر محدد. ولأسباب معروفه فإن قيمه هذه الأسهم تميل إلى الارتفاع والانخفاض مع سعر الأسهم العادية ويطبق مصطلح " سعر التماثل " على الأسهم العادية التي يتم تسليمها بدلاً من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل. وسعر التماثل هو السعر الذي يكون عنده سعر السهم العادي مساوياً في القيمة للسهم الممتاز. وعندما مبادلة السهم الممتاز القابل للتحويل إلى سهمين عاديين فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي نصف سعر السهم الممتاز. وبصوره عامة فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي سعر السوق للسهم الممتاز مقسوماً على سعر تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي.
- السهم الممتاز القابل للمناداة: وهي أسهم تحتفظ الشركة لنفسها بالحق في استعادتها ، نقصد بذلك شرائها مرة أخرى بسعر ما " سعر

الإصدار ". وهذه الخصائص يمكن أن تكون مختلطة. فمثلاً فإن شخص ما قد يكون لديه أسهم ممتازة قابله للتحويل وتراكمية وأسهم مشاركه. فإذا أصدرت شركة ما فئات عديدة من الأسهم الممتازة فأنه سيطلق عليها اسم أسهم الفئة الممتازة " أ " والفئة " ب " ويكون لأسهم الفئة " أ " الأولية في حصص الأرباح وعند التصفية

١- ٢- ٢/ مزايا التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم الممتازة:

- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة، ولا حق الاشتراك في التسيير الإداري، إلا في الحالات منصوص عليها في عقد إصدار هذا الأسهم.
- ليس للسهم الممتازة تاريخ تسديد، إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار، وهذا يمنح للمؤسسة ميزة استبدالها بسندات إذا انخفضت معدلات الفوائد في السوق المالية.
- زيادة حجم أموال الأسهم الممتازة ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم مركز المؤسسة في قدرتها على الاقتراض.
- تمتاز الأسهم الممتازة عن السندات والقروض في حالات العسر المالي، إذ المؤسسة ليست ملزمة بدفع النسب المحدد من الربح، وان توقفها عن الدفع لا يؤدي إلى الإفلاس.

١- ٢- ٣/ عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

من المساوئ التي تنتج عن اللجوء إلى التمويل بالاستعانة بإصدار الأسهم الممتازة.

- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.
- يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجرى فيها التوزيع وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات.

١- ٣/ التمويل بالأرباح المحتجزة:

وتمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل المنشأة وتمثل الأرباح المحتجزة "ذلك الجزء من الأرباح التي يتم الاحتفاظ به داخل المنشأة بغرض استثماره وتعتبر من أهم المصادر تمويل عمليات النمو والتوسع كما تستخدم في حالة المنشآت التي تواجه ظروف اقتصادية متقبلة وفي ظل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة

وإذا نجحت المنشأة وحققت أرباحا تقوم عادة بتوزيع جزء منها والاحتفاظ بالجزء الأخر ليكون مصدرا لتمويل نمو المنشأة وفي المؤسسات الناجحة يكون هذا المصدر على مدى سنوات أهم من رأس المال المقدم من طرف المساهمين.

١- ٣- ١/ مزايا احتجاز الأرباح:

إن الاحتفاظ بجزء من أرباح المنشأة يحقق مزايا عديدة منها [١]:

- توفر لإدارة الحرية في استعمال الأموال لمواجهة حاجاتها المالية وتجنبها البحث عن أموال خارجية ذات تكلفة عالية.
- تكلفة هذه الأموال تعد أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى كما أنها لا تركيب على شركة أي التزامات تجاه الآخرين كما هو الحال في الحالة إصدار أسهم عادية أو ممتازة أو الحصول على الأموال عن طريق القروض.
- إن الأرباح المحتجزة تساعد المنشأة على الزيادة ربحية رأس المال الخاص دون أن يترتب عليها في عدد الأسهم وبالتالي الزيادة في العائدات على الأسهم
- إن الأرباح المحتجزة ترفع من القدرة المنشأة في الحصول على القروض جديدة أي إنها تزيد من كمية الوفر الضريبي وبالتالي تخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر

---

(١) محمود عبد الكريم أحمد أرشيد. الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية. عمان: دار النفائس، الطبعة الأولى، ٢٠٠١، ص٨٦.

- دور مخصصات الإهلاك في التمويل طويل الأجل: إن لمخصصات الإهلاك وضفتين أساسيين هما:

استرداد الأموال التي استثمرت بقصد تجديد القدرة الإنتاجية للمنشأة أي أن الغاية الأساسية هي عدم فقدان رأس المال المستثمر.

إن إعادة الاستثمار مخصصات الاستهلاك يساهم مساهمة فعالية في الزيادة القدرة الإنتاجية للمنشأة.

ومن خلال الوظيفتين السابقين نستطيع القول إن مخصصات الإهلاك تحافظ على رأي المال المنشأة من جهة وتزيد من قدرة المنشأة الإنتاجية من جهة أخري وإذا اعتبرنا مخصصات الإهلاك كعنصر من عناصر تكلفة السلعة المنتجة فإن هذه المخصصات ترافق عملية بيع السلع وتتدفق يوميا على صندوق المنشأة لتزيد من قدرتها على التمويل الذاتي كما هو أن هذه المخصصات لا تخضع للضريبة وبالتالي يمكننا القول بأنه كلما زادت مخصصات الاستهلاك انخفاض مطروح الضريبة وأدى ذلك إلى تدعيم قدرة المنشأة على التمويل الذاتي. وعلى رغم من المزايا العديدة التي يحققها استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر لتمويل إلا أن الإدارة المالية لشركة عليها أن تراعي في السياسة توزيع الأرباح تحقيق صالح كل من الشركة وكذا المساهمين، وعليه فالإدارة مطالبة عند رسمها لسياسة توزيع الأرباح الإجابة على سؤالين هامين هما:

أولا: هل توزيع الأرباح على المساهمين (أي التوزيعات النقدية على المساهمين) يعتبر عملا سليما من الناحية القانونية أي هل يتماشى هذا الدفع على ما ينص عليه القانون الخاص بالشركات المساهمة والقانون النظامي للشركة

ثانيا: هل هذا التوزيع يعتبر عملا سليما من الناحية المالية وإذا كان كذلك فما هو مقدار الأرباح المقترح توزيعها

رغم أن السؤالين السابقين يدوران حول الأرباح التي ستوزع على المساهمين إلا أن الإجابة عليهما تحدد في نفس الوقت مقدار الأرباح المحجوزة التي تعتبر المصدر الرئيسي للتمويل الذاتي، بعبارة أخرى ما هي

١- ٣- ٢/ السياسة المثلى لتوزيع الأرباح:

إن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي التي تعظم ثروة الملاك، وتتحدد هذه السياسة من خلال المقارنة بين الاستثمارات المتاحة للمنشأة وبين الفرص المتاحة للملاك خارج المنشأة لا عادة استثمار الأرباح التي يحصلون عليها في شكل توزيعات من المنشأة، فإذا كان معدل العائد على استثمار هذه الأرباح المحتجزة بواسطة المنشأة يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر لو قام هو نفسه باستثمار ما يحصل عليه من توزيعات، نجد أن المستثمر يفضل قيام المنشأة بحجز هذه الأرباح وإعادة استثمارها بدلا من توزيعها، فمثلا لو استطاعت المنشأة استثمار هذه الأرباح بمعدل ٢٥ ٪ في حين أن أحسن عائد يمكن للمستثمر الحصول عليه في حالة الأرباح الموزعة هو١٥٪ فطبعا يفضل حجز هذه الأرباح داخل المنشأة والعكس صحيح.

ويعود القرار في الأساس إلى حالة المنشأة فإذا ما كانت ذات معدل نمو متزايد وأمامها فرص استثمارية مربحة تحقق عوائد أكبر من أي فرص خارجها فهنا يكون الاتجاه نحو عدم إجراء توزيعات، وإذا ما كان معدل النمو ثابت والعائد مساوي لما يمكن الحصول عليه في حالة استثمار التوزيعات خارجها فهنا لا توجد نسبة مثالية للتوزيع، أما إذا كان معدل نموها متناقص أي أن المنشأة لا تتوفر على فرص استثمارية مربحة فهنا الاتجاه يكون نحو التوزيع الكلي للأرباح بنسبة ١٠٠ ٪، فالقيمة السوقية للسهم ترتفع كلما زادت نسبة التوزيعات.

٢/ الاقتراض طويل الأجل:

ويمثل جزءا من التمويل طويل الأجل الذي يكون مصدره من خارج المنشأة وينقسم إلى قسمين أساسيين هما: السندات والقروض طويلة الأجل والسندات.

٢- ١/ التمويل بالقروض طويلة الأجل:

تتكون القروض طويلة الأجل التي تحصل عليها المنشآت بشكل مباشر من القروض ذات الفترة المحددة التي يكون استحقاقها لأكثر من سنة واحدة

ولكن أقل من خمسة عشر سنة، والتي يتم تسديدها على دفعات متساوية ومنتظمة (أي يتم استنفاذها) خلال فترة هذه القروض أما الإصدار الخاص فيمثل قروضا مباشرة من مصادر خاصة باستحقاقات أكثر من ١٥سنة، ويتكون جزء كبير منها من سندات أذنية طويلة الأجل، والجدير بالذكر إن التمييز بين هذين النوعين من القروض هو تمييز حكمي، إذ أن الإصدار الخاص يختلف عن القروض محدودة الأجل فقط في طول فترة الاستحقاق الذي تم تحديده بشكل حكمي، وبالإضافة إلى ذلك فإن هذا التمييز يصبح أقل وضوحا حينما نعلم بأن عقود بعض القروض من خلال الإصدار الخاص تفرض على المنشآت تسديد جزء كبير من هذه القروض ما بين خمس إلى عشر سنوات من تاريخ منحها، ولهذا فإن القروض من الإصدار الخاص والقروض المحدودة الأجل تمثل تقريبا نفس النوع من التمويل المباشر.

وتتصف كل من القروض محددة الأجل (قرض المدة) والتوظيفات الخاصة بما يلي:

- استهلاك الدين: والذي يعني السداد التدريجي خلال مدة القرض،
- بالنسبة للقروض لآجل الممنوحة من طرف البنوك التجارية فهي ذات تاريخ استحقاق خلال خمس سنوات أو أقل، أما بالنسبة للقروض التي تمنحها شركات التأمين فتتراوح ما بين خمسة وخمسة عشرة عاما،
- الضمان: حيث غالبا ما يتطلب هذا النوع من القروض ضمانا وذلك بتقديم أحد الأصول (كالعقارات أو الآلات) كرهن،
- توجد حوافز إضافية تقدم إلى المستثمرين مثل الحق في شراء أسهم عادية، فغالبا ما يكون هذا الحق مرفقا بالسندات التي تحمل مثل هذا الحق.

لقد جرت العادة حديثا أن تفرض المؤسسات المستثمرة تعويضا (إضافة إلى فائدة الثابتة) على القروض المباشرة التي تمنحها للمنشات وتحصل المؤسسة المقرضة على هذا التعويض الإضافي شكل ضمان اليار بشراء عدد معين من الأسهم العادية المقترضة بسعر محدد مسبقا خلال فترة معينة.

٢- ١- ١/ الشروط المتعلقة بالقروض واتفاقيات القروض:

وهي متعددة ومختلفة باختلاف مصدر القروض لكنها عموما لا تخرج عن النقاط الأساسية التالية:

- وجود شرط خاص بنسبة التداول حيث تحدد الحد الأدنى لهذه النسبة أي نسبة الأصول المتداولة إلى خصوم المتداولة (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة = نسبة التداول).
- توجد بعض الاحتياطات أو الشروط الإضافية نتيجة إضافة قروض طويلة الأجل أو اللجوء إلى التأجير مثل ذلك: رهن بعض الأصول كضمان أو تحديد نسبة القصوى للمديونية.
- قد يكون للدائبين في الحق إبداء الرأي في حالة حدوث تغيرات أساسية في المدراء الرئيسين
- قد تشترط شركات التأمين غلى الحياة إبداء الرأي في أعضاء الإدارة خاصة كبار الإداريين والاحتفاظ بحق التصويت والرقابة كشرط لمنح القروض.
- قد تتضمن الشروط الضرورة تقديم المقترض لقوائم المراكز المالي بصفو منظمة.

رغم الفكرة السيئة السائدة على القروض أو المديونية بصفة عامة بأنها تخلق مشاكل وأعباء كبيرة المنشآت ناتجة على أسعار الفائدة المرتفعة وتراكم الفوائد إلا أن الاقتراض كمصدر لتمويل يتيح عدة مزايا للمنشأة بالرغم أنه لا يخلو من عيوب.

٢- ١- ٢/ مزايا الاقتراض كمصدر لتمويل:

يتميز التمويل بالاقتراض طويل الأجل ببعض المزايا التي تشجع المنشآت على استخدامه وفيما يلي أهم هذه المزايا:

- يعتبر التمويل بالاقتراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه وبسبب تعرض المقترضين أقل نسبيا من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة.

- أن تكلفة الاقتراض المتمثلة في معدل الفائدة ولا تتغير بمستوى الأرباح.
- ليس للمقترضين الحق في التصويت في الجمعية العمومية.
- تعتبر تكلفة التقاعد على القروض تكلفة وإصدار السندات منخفضة مقارنة مع تكلفة إصدار الأسهم.

٢- ١- ٣/ عيوب الاقتراض كمصدر لتمويل:

ويمكن إجمالها في النقاط التالية:

- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المنشأة إلى الإفلاس.
- يؤدي الاقتراض إلى تعويض المنشأة إلى نوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر التالية: ففي حالة وجود القروض يترتب على انخفاض المبيعات بنسبة معنية انخفاض ربحية السهم العادي بنسبة أكبر.
- القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثمة ينبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل أجله.
- قد يعطي عقد الاقتراض الحق المقترض في فرض القيود على المنشأة ومن الأمثلة تلك القيود حظر على لحصول على قروض جديدة وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع إجراء توزيعات أو على أقل تخفيض نسبتها.
- لا تعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحا للعديد من المنشآت فالمنشآت الصغيرة وبل بعض المنشآت الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.

٢- ٢/ التمويل عن طريق السندات:

السند هو مستند مديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات، يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق أيضا في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الاسمية، وللسند أرباحا رأسمالية، كما قد يتحمل خسائر رأسمالية، وتتحدد القيمة

السوقية حسب درجة المخاطرة التي يواجهها حامله، و التي تعتمد هي أيضا على الوضعية المالية للمؤسسة وعلى الظروف الاقتصادية المحيطة وكذلك مستوى الأسعار فائدة في السوق.

عند إصدار سندات قد تشترط المؤسسة المصدرة أحقية استدعاء السندات أي إعادة شرائها، ويحصل حامل السند في العادة مقابل إعادة الشراء على قيمة تفوق القيمة الاسمية، فالفرق يسمى علاوة الاستدعاء (والعكس خصم الاستدعاء)، وتلجأ المؤسسات إلى ذلك حتى تستفيد من فرصة انخفاض أسعار الفائدة في السوق فتصدر سندات جديدة بمعدل فائدة أق تعويضا للسندات السابقة ذات معدل الفائدة المرتفع.

٢- ٢- ١/ أنواع السندات:

يمكن للمؤسسة أن تصدر عدة أنواع من السندات كما يمكن أن تقتصر على نوع واحد فقط. ففي العشرين سنة الأخيرة استحدثت أنواع جديدة من السندات التي لا تحمل كوبونا. والسندات ذات معدل الفائدة المتحرك، والسندات ذات الدخل (الإيراد)، وسندات منخفضة الجودة بإصدار القروض لشراء جزء من الأسهم المتداولة في السوق، وسندات المشاركة ليس لصاحبها الحق في فوائد الدورة وإنما جزء من أرباح المؤسسة. وعلى العموم يمكن أن نصف السندات إلى ما يلي(١):

من حيث الملكية: هناك سندات اسمية وسندات لحاملها، فالأولى يسجل اسم صاحبها (حاملها) عليها وتقيد في السجلات المحاسبية ويتم التنازل عنها كتابيا عند بيعها في السوق المالية وعلى عكس الثانية التي يمثل وجودها عند حاملها سندا لامتلاكها.

من حيث درجة الضمان: هناك سندات مضمونة برهن أصل من الأصول لضمان استرجاع قيمة السند مع الفائدة، وسندات غير مضمونة وضمانها الوحيد هو المركز الائتماني لمؤسسة محل الاستثمار.

---

(١) حسن عبد الله الأمين. المصارف الشرعية وتطبيقاتها الحديثة. السعودية: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٩٩٣، ص٧٩.

من حيث نوع الإيراد المتحصل عليه: هناك سندات عليها فائدة ثابتة دورية مدونة في عقد الإصدار. وسندات تتضمن إيرادا غير ثابت فجزء من الإيراد يمثل فائدة دورية بمعدل ثابت، وجزء متغير حسب الأرباح التي تحققها المؤسسة (٠١) هذه تتماشى إلى حد كبير مع احتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحا.

من حيث ما للحامل من الامتيازات: هناك سندات قابلة للتبديل بسندات، وقد يكون التبديل بطلب من الحامل للسند أو من المصدر، فتستبدل السندات ذات المعد الثابت للفائدة بالمعدل المتغير.

وهناك سندات قابلة للتحول إلى أسهم، حيث يلجأ حامل السند إلى ذلك إذ احظ إن حملة الأسهم يتحصلون على إيراد أعلى بكثير من إيراد السندات وهناك من السندات ذات العلاوة وهو ما يطلبه حاملها من مصادرها عند استرجاعها مضافا إلى القيمة الاسمية. ومن الندات ما يحمل القسيمة صفر، فلا يتحصل حاملها بموجب العقد على دفع فوائد ولكن في المقابل يحصل على علاوة تعويض عند تاريخ استحقاق السند.

من حيث سعر الفائدة المحدد: هناك سندات تقليدية والتي يكون فيها معدل الفائدة ثابتا طيلة القرض. وهناك سندات بمعدل فائدة متغير حسب معدل الفائدة في السوق وحسب الظروف الاقتصادية المحتملة. وهناك سندات بمعدل فائدة متحركة بموجب عقد الإصدار تراجع الفائدة عند تاريخ الاستحقاق هذه السندات حسب معدل فائدة في السوق المالية، هذه ظهرت في نهاية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدى إلى رفع معدلات الفائدة، وما يترتب عنه من انخفاض للقيمة السوقية للندات خاصة السندات طويلة اجل فليلحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة.

حسب طبيعة التسديد: هناك من السندات ما يتضمن عقد الإصدار كيفية تسديدها عند ميعاد استحقاقها.وأخرى يحق للمؤسسة تسديدها قبل موعد الاستحقاق لغرض التقليل من الديون على المؤسسة.وثالثة يمكن للمؤسسة تسديد التسديد إلى ما بعد تاريخ الاستحقاق.

حسب الجهة (الهيأة) المصدرة: هنا نميز بين السندات الحكومية التي تصدرها الحكومات لغرض تمويل مؤسسات ذات مصحة عامة.و السندات الخاصة التي تصدرها شركات المساهمة لغرض الحصول على موارد تمويل.

٢- ٢- ٢/ عوامل اللجوء إلى إصدار السندات:

تعد السندات من المصادر الرئيسية التي تمكن الشركات المساهمة على الحصول ما يلزمها من الأموال الدائمة ولكننا نعلم أن الشركة يمكنها الحصول على تلك الأموال أيضا عن طريق إصدار الأسهم بنوعيها وبالتالي ما هي أسباب التي تدفع شركات المساهمة إلى إصدار السندات بدلا من الأسهم.

وتوجد في الحقيقة عوامل متعددة تدعو الشركات المساهمة إلى إصدار السندات ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

- **المتاجرة بالملكية:** يكون إصدار السندات عملية مربحة لو استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها فإذ افترضنا أن الشركة تحقق ١٥/عائد على أصولها فلو إصدار السندات تحمل فائدة ٠٤/فإن الفرق بين المعدلين يؤدى إلى زيادة معدل الأرباح التي يمكن توزيعها على الأملاك الشركة

- **التكلفة:** عادة تكون السندات أقل تكلفة من الأسهم فالمستثمرون لا يقدمون على شراء الأسهم إلا إذا كان احتمال الربح أكبر بكثير من الفائدة بالسندات فمثلا حملة السندات يرغبون في استثمار أموالهم إذا كان سعر الفائدة ٠٥/ بينما حملة الأسهم يتوقعون على الأقل ١٠/ربح قبل إقدامهم على شراء أسهم جديدة.

الميزة الضريبية: ينطوي إصدار السندات على ميزة ضريبية نظرا لأن سعر الفائدة على السندات يعتبر من النفقات التي تؤخذ في الحسبان قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعيها توزيعا للأرباح وليست من النفقات.

- **استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة:** إن إصدار السندات يمكن الشركة من الحصول على ما تحتاجه من أموال اللازمة من الغير دون

إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التصويت أو الاشتراك في إدارة الشركة ومن ثمة إعراب ملاك الشركة المساهمة أو بأخرى عن عدم رغبتهم في الأسهم الجديدة يكون التمويل عن طريق إصدار السندات أفضل لحماية مصلحتهم

- **زيادة موارد التمويل المتاحة لشركة:** يعتبرً إصدار السندات وسيلة للوصول لإلى طبقات معنية من المستشرين التي لا توفقها الأسهم وبالتالي إصدار السندات يمكن من الشركات من الحصول إلى هذا النوع من المستثمرين الذين لا يمكنهم وصول إليهم إذ أصدرت اسمها.

ولكن رغم من أن السندات تعتبر الأداة الرئيسية في عملية المتاجرة بالملكية وقد نكون سببا في زيادة الأرباح وعاملا من عوامل الاستقرار والنجاح لبعض الشركات إلا أنها قد تكون السبب الرئيسي في الفشل وانهيار بعض الشركات الأخرى وبالتالي يجب عليها الاهتمام بأهم العوامل التي تحد من استعمال السندات وكالتالي:

- يفضل استخدام هذا النوع من الاقتراض في الحالات التي تتصف بها إيرادات الشركة بالثبات النسبي والاستقرار فثبات إيرادات من سنة إلى أخرى يعنى مقدرة الشركة على مقابلة التزاماتها الثابتة نحو حملة السندات أما الشركات التي يتقلب إيرادها من سنة إلى أخرى فقد تعجز عن الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات مما تؤدي إلى إشهار إفلاسها

- الإسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى نقص الضمانات المقدمة وهذا يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة المدفوع إلى أن يصل إلى الحد الذي يصبح خطرا على الشركة.

- قد تنص القوانين المنظمة للشركات المساهمة على نسبة معنية من السندات لا يمكن للشركة تجاوزها

- وجود بعض الالتزامات التعاقدية التي تحد من الاستدانة بكل أشكالها أو إصدار السندات وقد تجد الشركة نفسها عاجزة إصداريه السندات جديدة بسب اتفاقية خاصة بعقد قرض مع أحد البنوك أو عقد إصدار سندات القديمة ينص على عدم السماح بالإصدار سندات جديدة.

٢- ٢- ٣/ مزايا التمويل عن طريق السندات:

من المزايا التي تتحصل للمؤسسة بلجوئها إلى إصدار سندات نذكر ما يلي[١]:

- سهولة تحديد تكلفة التمويل بالسندات.
- قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة.
- في العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة، فذلك يعطي مرونة أكبر تسيير المسيرين.
- تمثل تكلفة السندات عبئا، فتخصم مثل باقي الأعباء قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي.
- السندات محددة المدة والقيمة والفائدة، فالمؤسسة عليها توقع الاحتياطي لإهلاكها، وعليه فإنها تعتبر من مصادر التمويل المرنة التأثير على هيكل التمويل.

٢- ٢- ٤/ عيوب التمويل عن طريق السندات:

من المساوئ التي تنتج عن اللجوء إلى التمويل بإصدار سندات نذكر:

- تكلفة التمويل من السندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة مما يزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية.
- إذا تعرضت المؤسسة إلى ضائقة مالية، فان دفع المؤسسة لمستحقاتها اتجاه حملة السندات يقلل من إيراد حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في السوق المالية.
- التشريعات المالية في الكثير من البلدان تفرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة (حق الملكية) وإجمالي الديون وبالتالي تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات حماية لأموال المساهمين.

---

(١) وائل عربيات. المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية. عمان: الجامعة الأردنية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ٢٠٠٦، ص٤٥٣

ثانيا: التمويل المتوسط الأجل:

وهو التمويل الذي يتم سداده في فترة تزيد عن سنة ولكن تقل عن عشرة سنوات وينقسم هذا النوع من التمويل إلى قسمين:

١/ التمويل بالقروض متوسط الأجل:

عادة يتم تسديد هذه القروض بصورة منظمة على مدار عدة سنوات تمثل عمر القرض ويطلق على إسقاط السداد في هذه الحالة مدفوعات الإهتلاك وبالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع الضمانات الأخرى ولاشك أن هناك الاستثناءات لهذه القواعد في بعض الأحيان.

وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض وإن كانت القروض البنوك عادة تتراوح بين سنة واحدة أو خمس سنوات فقط في حين قروض شركات التأمين تتراوح بين خمس سنوات أو عشرة سنوات وهذا معناه أن جزء من القروض شركات التأمين يمكن اعتباره قروض طويلة الأجل وعلى كل فكثيرا ما يتعاون أحد البنوك مع شركة التأمين لتقديم قرض كبير يعجز عن تقديمه أي منها منفردا لحدي الشركات أن يتم السداد للبنك أو ثم بعد ذلك لشركة التأمين وتطلب هذه الهيئات المقرضة إضافة إلى ضمان القرض بأصل معين بعض الضمانات الإضافية يضمنها عقد القرض لضمان أموالها نظرا لطول مدى القرض ومن هذه الشروط أو الضمانات الإضافية نجد مثلا[١]:

- تحديد حد أدنى معين لنسبة التداول
- تحديد حد أقصى للقروض الطويلة الأجل التي يمكن للمنشأة المقترضة أن تحصل عليها من خلال فترة القرض المتوسط الأجل.
- وأحيانا يطلب المقترض أن يكون له حق الموافقة على أي تغير يحدث في إدارة المنشأة المقترضة خلال فترة القرض المتوسط الأجل

(١) عبد الرحمن يسري. وسائل التمويل الإسلامي، مقترحات نحو مزيد من التطور والفاعلية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد ٢٧٢، ٢٠٠٤، ص٩٣.

- أخيرا عادة ما يطلب المقرض أن تعرض عليه القوائم المالية للمنشأة المقترضة على فترات دورية
- ويتم اللجوء إلى هذا النوع من الاقتراض نتيجة المزايا التي يتحل بها والتي نجدها من بينها:

السرعة: نظرا لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة عن طريق المقرض والمقترض فأن الإجراءات الرسمية تكون محددة للغاية وبالتالي تحصل المنشأة على احتياجاتها المالية بسرعة

المرونة: في حالة حدوث أي تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة بالاتفاق المباشر مع المقرض تغير بنود التعاقد وهو أمر يصعب تحقيقه في الأنواع المصادر التمويل طويلة الأجل.

٢/التمويل التأجيري:

ظهر التمويل التأجيري في عهد السومريين منذ ٢٠٠٠ سنة قبل الميلاد، كانت تؤجر الحقول والمعدات الزراعية وفي عهد الرومان كانت تؤجر السفن لغرض التجارة.

وفي القرون الوسطى في عهد الإقطاع حيث كانت الأراضي الزراعية تؤجر لتسهيل استخداماتها دون اللجوء إلى شرائها أما في القرن الماضي عرفت بريطانيا ظهور شركة تأجير عربات السكك الحديدية في سنة ١٨٥٥.

الاتساع الحقيقي بدأ مع الحرب العالمية الثانية حيث كانت تؤجر الولايات المتحدة الأمريكية المعدات العسكرية لكل من بريطانيا وروسيا وتم إنشاء أول شركة في العصر الحديث سنة ١٩٥٢ في الولايات المتحدة الأمريكية تزود عملائها بالتسهيلات الكبيرة للحصول على أنواع متعددة من السلع (الطائرات، الكمبيوتر، الأثاث المنزلي،...) وعرفت هذه الطريقة من التمويل رواجا في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا واليابان.

ويعتبر التمويل التأجيري أحد الأساليب التي يعتمد عليها لتمويل المؤسسات الاستثمارية لتفادي اللجوء المكثف إلى القروض البنكية والسندات وما يتبعه من أثار سلبية على الوضعية المالية المستقبلية. ويعرف التمويل التأجيري" بأنه

التزام تعاقدي بتأجير أجهزة وأدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة ".إن ظهور هذا النوع من التمويل استطاع إن يعوض عجز طرق التمويل الداخلي والخارجي. وبما يتميز به التمويل التأجيري من ايجابيات أصبح ينافس الطرق التقليدية في التمويل كالقروض المتوسطة والطويلة الأجل. ومما ساعد على اتساع هذا النوع من التمويل هو المزايا التي يستفيد منها كل من المؤجر والمستأجر من مزايا ضريبية وغيرها، و هو شكل من أشكال التغلب على محدودية مصادر التمويل، ويعتبر ضروريا في الدول التي تعاني الندرة في الأموال. ومن أسباب ظهور هذا النوع من التمويل نذكر[1]:

- الرغبة في الاستفادة من التطور التكنولوجي لوسائل الإنتاج، وضرورة التجديد المستمر.
- ارتفاع أسعار شراء التجهيزات والمعدات المتطورة.
- ارتفاع أسعار الفائدة على الديون طويلة الأجل وما يرافقها من شروط صعبة تعجز بعض المؤسسات على استيفاءها.

٢- ١/ أنواع الاستئجار:

ويتخذ التمويل بالاستئجار أشكالا عديدة منها: البيع ثم الاستئجار - تأجير الخدمة (الاستئجار التشغيلي).

التأجير التمويلي:

البيع ثم الاستئجار: في هذا النوع من الاستئجار تقوم المنشأة تمتلك أحد عناصر الموجدات الثابتة (أراضي ومعدات مباني) بيعها إلى منشأة أخرى وتقوم بنفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة بشروط خاصة ويلاحظ في هذا النوع (المستأجر) يتلقى فورا قيمة الأصل الاقتصادية من المشتري (المؤجر) وفي نفس الوقت يستمر البائع في استخدام الأصل ويحرر بين البائع والمشتري ويتم إعداد جدول السداد (السداد الإيجار) بصورة دفعات السنوية متساوية

(١) حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك.) محاسبة المصارف الإسلامية في ضوء المعارير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.- البحرين، ٢٠١١، ص٧٦.

تكفي لتغطية قيمة الأصل وتزويد المؤجر بعائد مناسب على استثماره (المبلغ المدفوع في شراء الأصل) ومن أهم المنشآت التي تشارك في هذا النوع من الاستئجار من خلال القيام بشراء الأصول من الشركات الصناعية وإعادة تأجيرها لها شركات التأمين والشركات المالية والبنوك.

التأجير التشغيلي (تمويل الخدمة): تعتبر الحسابات الآلية وآلات تصويرا لمستندات والسيارات الجرارات وما شابه ذلك من أهم المعدات التي يتم استئجارها في ظل هذا النوع من الاستئجار والذي يتميز بالخصائص التالية:

- يلتزم مالك الأصل بالصيانة وخدمات الأصل المؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها.
- يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبيا عادة أقل من الحياة الإنتاجية للأصول وبالتالي فإن قيمة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل ومن ثمة يتوقع مالك الأصل استرجاع قيمة الاستثمارات الموظفة من خلال تكرار عمليات التأجير إما لنفس المنشأة أو للمنشأة أخرى[1].
- تشمل عقود الاستئجار التشغيلي عادة ما يفيد بإيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها ومن الواضح أن هذا الشرط يتقابل مع مصلحة المستأجر إلى حد كبير حيث يمكنه في هذه الحالة إعادة الأصل إلى المؤجر عند انتهاء الحاجة إليه أو في حالة ظهور معدات أحدث (وخاصة في حالة الأصول والمعدات التكنولوجية التي تطور بشكل سريع كالحواسيب مثلا).

التأجير التمويلي: أن التأجير التمويلي البحت هو الاستئجار الذي لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر والذي يستهلك قيمة المعدات المستأجرة بكاملها (أي الإسقاط التي يدفعها المستأجر تساوي مجمل قيمة المعدات المستأجرة) وتتضمن خدمات عملية التأجير التمويلي الخطوات التالية:

- تختار الشركة الأصل الذي هي بحاجة إلى استخدامه وتتفاوض مع صانع أو موارد هذا الأصل على قيمة شرائه وشروط تسليمه،

---

(١) د. احمد سليمان خصاونة. مقررات لجنة بازل - تحديات العولمة - استراتيجية مواجهتها. الأردن: عالم الكتب الحديث و جدارا للكتاب العالمي، ٢٠٠٨.، ص٧٣.

- ثم تتصل هذه الشركة ببنك (أو شركة مؤجرة) وتتفق معه بعقد على أن يشتري البنك هذا لأصل من الموارد وأن يؤجره للشركة مباشرة وبهذا الشكل تحصل الشركة على الأصل وتقوم بدفع الإيجار إلى البنك على دفعات متساوية وفي فترات متتالية تساوى في مجموعها قيمة شراء الأصل بكامله بالإضافة إلى العائد معين الاستثمار للبنك كمؤجر كما أنه أن الشركة المستأجرة حق الخيار في تجديد عقد الاستئجار ثانية (بعد انتهاء مدة الاستئجار الأساسية) بإيجار مخفض ولكن لا يحقق للشركة إلغاء العقد الأساسي قبل دفع مجمل التزاماها (أي مجمل قيمة الشراء الأصل بالإضافة إلى عائد للبنك).

كثيرا ما يحدث خلط بين التأجير التمويلي والتأجير التشغيلي كوسيلة من وسائل التمويل الأصول الرأس المالية وفيما يلي بيان مقارن بينها يوضح مدى الاختلاف بينها وهو ما يوضحه الجدول التالي:

عناصر المقارنة	التأجير التمويلي	التأجير التشغيلي
مدة العقد	مدة العقد طويلة تصل إلى ما يقرب من العمر الافتراضي للأصل.	مدة العقد قصيرة لا تتجاوز الفترة التي يحتاج فيها المستأجر للأصل لأداء عمل معين وعادة ما تجدد سنويا
مسؤولية تقادم الأصل	يتحمل المستأجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالإهتلاك أو التقادم	يتحمل المؤجر عدم الصلاحية الأصل سواء الإهتلاك أو تقادم
الصيانة والتأمين	يتحمل المستأجر تكاليف صيانة وإصلاح الأصل وكذا تكلفة التأمين عليه خلال فترة التعاقد	المؤجر يتحمل تكاليف الصيانة وإصلاح الأصل وتكاليف التأمين عليه خلال فترة التعاقد ما لم ينص عقد الاتفاق على غير ذلك
العلاقة بين المؤجر	تكون العلاقة بينهم معقدة ومتشابكة ولذلك إلى قانون	العلاقة بين المؤجر والمستأجر تتسم بسهولة ولا تشير مشاكل قانونية

والمستأجر	ينظم هذه العلاقة ويحافظ على كل حقوق طرف فيها وذلك بسب طول فترة التعاقد والأهمية النسبية لقيمة العقد	وذلك لقصر فترة التأجير.
مال الملكية	يكون للمستأجر حرية الاختيارات الثلاثة بدائل في نهاية العقد: - أن يعيد الأصل إلى المؤجر - أن يعيد تأجير الأصل لمدة أخرى - شراء الأصل من المؤجر	لا يجوز للمستأجر ملكية ولا شراء الأصل المستأجر في نهاية مدة العقد بل يرد الأصل محل التأجير إلى المؤجر مرة أخرى
نظام إلغاء التعاقد	لا يجوز إلغاء عقد الإيجار خلال المدة المتفق عليها في العقد من قبل أحد طرفي العقد ولكن لابد من اتفاق الطرفين	يجوز إلغاء عقد الإيجار من قبل المستأجر خلال المدة المتفق عليها في العقد وفي هذه الحالة يلتزم المستأجر بسداد الإيجار عن فترة استغلال الأصل مع تطبيق ما قد يكون متفقا عيه في مثل هذه الحالات.

المصدر: سمير عبد العزيز، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، مكتبة الإشعاع الفنية، بيروت، ٢٠٠٠.

٢- ٢/ أسباب اللجوء إلى الاستئجار:

هناك عدة عوامل تدعو إلى الاستئجار كبديل تمويلي من أهمها:

- مقابلة الاحتياجات المؤقتة: حيت تحتاج المنشآت أحيانا إلى معدات وأصول معنية لأجل نشاط عرضي (مثل آلة الحفر سيارة....الخ) فبدل الشراء تؤجرها لأنها لن تحاجها مرة أخرى.

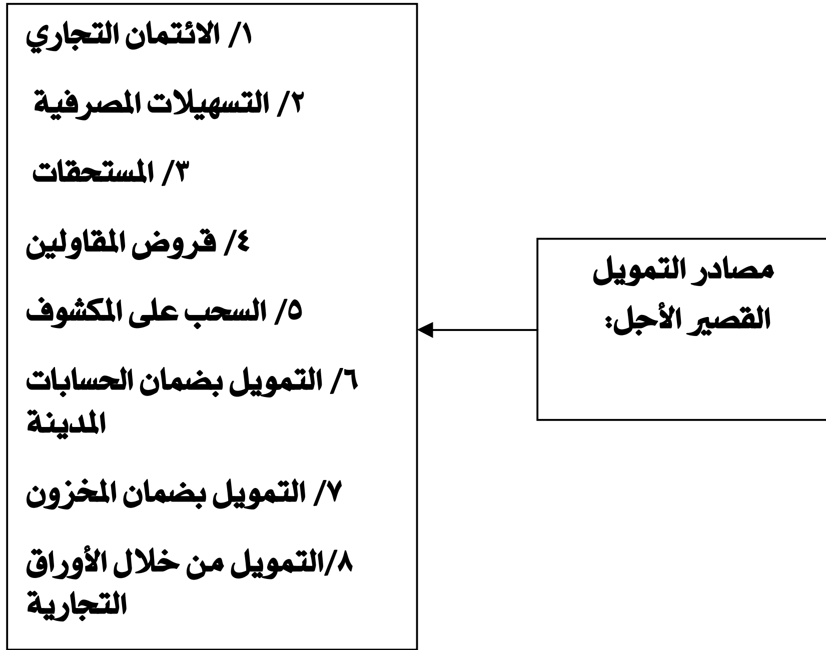
- إمكانية إنهاء الاستئجار: تزداد أهمية هذا الشرط في حالة المعدات التي تتميز بالتطور السريع الحسابات الآلية حيث يتم ونقل مخاطر التقادم من المستأجر إلى مؤجر.

- المزايا الضريبية: يحقق كل من المستأجر والمؤجر مزايا الضريبة كنتيجة لعملية الاستئجار حيث أن أقساط الإيجار تعتبر مثلها مثل الفائدة على القروض من التكاليف التي تخصم من الإيراد قبل السداد الضريبة.

- الاحتفاظ برأس المال: يمكن لاستئجار من احتفاظ المنشأة بأموالها واستخدامها في استثمارات بديلة طالما أنها تحصل على خدمات الأصل الذي تحتاج إليها دون الحاجة إلى شرائه.

ثالثا: التمويل القصير الأجل:

مصادر التمويل قصيرة الأجل عديدة ويمكن تلخيصها كما يلي:



١/ الائتمان التجاري:

يمكن تعريف الائتمان التجاري بأن الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع بغرض إعادة بيعها وحسب هذا التعريف نستبعد من الائتمان التجاري كل من[1]:

(١) عبد الرحمن يسري. وسائل التمويل الإسلامي، مقترحات نحو مزيد من التطور والفاعلية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العدد ٢٧١، ديسمبر، ٢٠٠٣، ص٨٢.

الائتمان التجاري الطويل والمتوسط الأمد الذي يمنحه بائعو الأصول الثابتة للمنشآت المشترية .

- الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط أي الائتمان الذي يمنحه تجار التجزئة للمستهلكين.

والائتمان التجاري كمصدر للأموال الجارية يلعب دورا عظيم الأهمية في تمويل كثير من المشروعات وخاصة تلك التي لا تستطيع استخدام المصادر الأخرى بسهولة وبعبارة أخرى يمكن الائتمان التجاري الشركة من شراء وتدبير احتياجاتها من المواد الأولية والمستلزمات السلعية والآلات والمعدات...الخ من الشركة الأخرى، على أن يتم سداد القيمة الشراء في الفترة لاحقة وتظهر قيمة هذه المشتريات وتعامل في دفاتر الشركة المشترية محاسبيا كحساب الدائنين (الموردين) ويجب ملاحظة إمكانية تقسيم الائتمان التجاري المقدم من طرف الموردين إلى قسمين هما :

- **الائتمان التجاري مجاني:** إذ ما استفدت الشركة المشترية من خصم الدفع النقدي وسندت قيمة مشترياتها منقوصا منها ذلك الخصم في نهاية فترة السماح (شهر مثلا) فتكون بذلك قد حصلت على الائتمان التجاري بدون تكلفة

- **الائتمان التجاري بتكلفة:** إذ لم تقوم الشركة المشترية بدفع قيمة المشتريات في نهاية فترة السماح ويجب على الإدارة المالية بهذه الشركة تقدير هذه التكلفة الضمنية والمتمثلة في تكلفة الفرضية البديلة ورغم أن المنشآت الصناعية قد لا تعتمد اعتماد كبيرا على هذا النوع من الائتمان المقارنة مع منشآت تجارة الجملة والتجزئة إلا أن منح الائتمان التجاري في جميع المراحل من المنتج المستهلك يعتبر أحد المظاهر الهمة للنظام التجاري لحديث وبينما يعتمد على القروض المصرفية بأنواعها المختلفة لتمويل هذه العمليات إلا أن الائتمان التجاري دورا كبير الأهمية وخاصة بالنسبة للمشروعات الصغيرة الحجم ويعود ذلك لعدة أسباب منها عامل التكلفة عدم وجود بديل أخر لتمويل (المصدر الوحيد المتاح) سهولة الحصول عليها (شروطه ليست كشروط القروض) مرونته.

٢/ التسهيلات الائتمانية المصرفية:

التسهيلات الائتمانية هي اتفاقيات مصرفية ائتمانية تلتزم البنوك بموجبها بتقديم قروض قصيرة الأجل بحد أقصى لا تتعده ويحدد هذا الحد الأقصى للقروض على ضوء المركز المالي للشركة وقدرتها الاقتراضية واحتياجاتها التمويلية والتدفقات النقدية المتوقعة للشركة وظروف أسواق النقد وفي حالة عدم ملائمة إحدى عوامل السالفة الذكر يمكن للبنك رفض تقديم القروض المطلوبة للشركة وهناك نوعان من التسهيلات الائتمانية هما:

- التسهيلات الائتمانية المحدودة: وفيما تكون التسهيلات المتفق عليها قابلة للتجديد لسنة إضافية بموافقة الطرفين بشرط سداد ما يتم استخدامه من القرض أن وضع هذا الشرط يضع الشركة في موقف حتمي لاستخدام القرض في التمويل احتياجاتها قصيرة لأجل وعدم اعتباره مصدر تمويل الطويل الأجل

- التسهيلات الائتمانية المتجددة: وفيما يلتزم البنك بتقديم قروض قصيرة الأجل على حدها الأقصى ويختلف هذا النوع من التسهيلات عن سابقه في أنه يمثل اتفاقا قانونيا ملزما للبنك بتقديم القرض المتفق عليه في أي وقت تطلب الشركة ذلك بينما النوع الأول غير ملزم خاصة إذا تغيرت ظروف هذا الاتفاق ومقابل ذلك يتوجب على الشركة دفع رسم الارتباط على الجزء الغير محسوب من الحد الأقصى للقرض ويتراوح هذا الرسم مابين ٢٥/- ٥٠/ ويعتبر تعويضا للبنك مقابل التزامه بتقديم الموال المتفق عليها.

٣/ الأوراق التجارية:

الأوراق التجارية عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة تصدرها الشركات الكبيرة المعروفة ذات المراكز المالية الكبيرة وتباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين النهائيين الذين يشملون البنوك التجارية وشركات التأمين صناديق الاستثمار وشركات الأعمال الأخرى التي يوجد لديها فائض سيولة.

في الدول التي تتواجد فيها أسواق نقد متطورة يمكن لبعض الشركات الحصول على تمويل القصير الأجل باللجوء إلى أدوات سوق النقد كالأوراق

التجارية – بشكل عام- بين شهرين وسنة واحدة مع متوسط الاستحقاق قدره ٠٥ أشهر. إن معدلات الفائدة على الأوراق التجارية الجيدة (أي الصادرة عن الشركات ذات القدرات المالية العالية بعبارة أخرى ذات مخاطر ائتمانية صغيرة جدا) تتغير من وقت إلى آخر ولكن تكون بشكل عام نحو ٠,٠٥ ٪ أقل من معدلات الفائدة التفضيلية وبما أن الورقة التجارية لا تطالب بإبقاء أرصدة معوضة فيكون معدل الفائدة الحقيقي عليها أقل من ذلك.

وتتميز الأوراق التجارية بإمكانية التداول على نطاق واسع وتسمح للجهات المصدرة لها بالحصول على أموال كثيرة وبتكلفة أقل من مصادر التمويل الأخرى وتجنب الشركة كل شروط الضمانات والتكاليف التي تفرضها الجهات المقرضة غير أنه يعاب عليها كمصدر تمويلي" احتمال عدم توفر النقدية لدى الشركات المستثمرة شراء الورقة التجارية في الوقت الذي تكون فيه الشركة المصدرة للورقة التجارية بحاجة للتمويل وهذا من شأنه تضييق نطاق تداول هذه الورقة التجارية.

٤/السحب على المكشوف:

يستخدم السحب على المكشوف لفترة زمنية أطول من تسهيلات الصندوق قد تصل إلى سنة كاملة وهو أكثر نظامية منه، حيث أن البنك يخصص حسابا مدينا للمؤسسة التي تتعامل ضمن حساباته الجارية، ونظرا لطبيعة مخاطر هذه القروض غير مغطاة بأرصدة فالبنك يخصص لكل زبون سقفا للسحب لا يتعداه ويتغير هذا السقف حسب طبيعة الزبون وطبيعة الظروف.

ولهذا فالمؤسسة التي ترغب في القرض تتقدم بطلب كتابي للبنك تطلب منه لفترة زمنية محددة سحبا على المكشوف مقابل دفع عمولة السحب، ويتوقف احتساب الفائدة بمجرد عودة الرصيد من مدين إلى دائن وتحسب الفائدة على أساس أيام السحب، ولكون هذا القرض يستخدم في تمويل بعض العمليات التجارية الطارئة لذلك نجد أن السقف المحدد نادرا ما يحترم خاصة بالنسبة للمؤسسات الدائمة التعامل مع البنك.

٥/التمويل بضمان المخزون:

أصبحت القروض المضمونة بالمخزون مصدرا هاما للتمويل قصير الأجل خاصة لتمويل المشاريع المتعلقة بتخزين أو صنع أو نقل بضائع الشركات المقترضة يعني هذا النوع " الحصول على تمويل برهن كل أو جزء من المخزون لصالح المقرض وبذلك يحدد هذا الأخير نسبة الأموال التي يقرضها مقارنة بالمخزون سواء بالنسبة للتكلفة أو القيمة السوقية وتكلفة هذه الأموال وتختلف هذه النسبة حسب نوعية المخزون وهناك عوامل عديدة تتحكم في تحديدها منها:

درجة نمطية المادة - القابلية للتسويق - مدى الاستقرار في أسعارها.

ونتيجة للعامل الأخير: " يطلب المقرض هامش أمان للحماية من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للبضاعة موضع الرهن وكذلك لتغطية أي تكلفة يتحملها إذ ما تقرر بيع هذه البضاعة، يتراوح مبلغ القرض ما بين ٥٠٪ - ٩٠٪ من التكلفة أو القيمة السوقية للمخزون أيهما أقل، مع ذلك يأخذ العميل في حسابه أولا المقدرة الاقتراضية للمقترض، فإن لم يستطع سداد هذا القرض في الظروف الطبيعية لا يتوقع له الحصول على قروض أخرى.

وتوجد طريقتين أساسيتين لاستخدام المخزون كضمان للقرض وهما:

- قد يحتفظ المقترض بكمية المخزون.
- أن يوضع المخزون تحت إدارة طرف ثالث (مخازن طرف ثالث).

وتكون تكاليف التمويل بضمان المخزون عالية جدا لذا فإن هذا النوع من التمويل لا يلاءم الشركات الصغيرة جدا وتتضمن تكاليف هذا الضمان كل من: تكلفة إنشاء المخزن أو استأجراه - تكلفة نقل البضاعة المخزونة من وإلى الشركة - تكلفة القرض من البنك التي يكون معدلها أعلى من معدل الفائدة التفضيلي الجاري.

- وعليه فالعيب الرئيسي في استخدام المخزون يتمثل في التكاليف العالية نسبيا والتي تجعل هذا النوع من التمويل غير الملائم للشركات الصغيرة

٦/ المستحقات:

تشير المصروفات المستحقة إلى الالتزامات الناتجة عن الخدمات التي حصلت عليها الشركة ولكنها لم تقدم بسداد تكليفها وهي نسبة كبيرة من إجمالي مصادر الاقتراض قصيرة الأجل التي تلجأ إليها المنشآت حيث تمثل الأموال التي تهم الحصول من هذا المصدر أموالا مجانية ليس تكلفة ومن أكثر أنواع المصروفات المستحقة شيوعا الأجور والضرائب وللأسباب السابقة فإن من المرغوب فيه أن تقوم المنشأة بهذا المصدر التمويلي كلما استطاعت ذلك لا طول فترة ممكنة على أن لا يكون لذلك أية أثار ضارة غير منظورة (كان تنخفض درجة رضا العاملين لعدم حصولهم على أجورهم).

٧/ قروض المقاولين:

توفر البنوك التجارية للمقاولين قروضا لتمويل مراحل (أعمال) محددة من مشروعات الأعمال المتعاقدين عليها، وهي أعمال محددة القيمة والوقت اللازم للتنفيذ ويكون في استطاعة المقاولين تسديد القروض على أقساط من الدفعات التي يستلمونها مقابل كشوفات إنجاز مراحل المشروع.

٨/ التمويل بضمان الحسابات المدنية:

وهنا يمكن للشركة أن تقترض من البنك بضمان حساباتها المدنية حيث تقوم بتخصيص متحصلاتها من هذه الحسابات لصالح البنك، وفي نفس الوقت تظل هذه الشركة ملتزمة تجاه البنك بتسديد أية حسابات مدينة تتخلف عن الدفع، ومن المعلوم أن البنك لا يقرض إلا بنسبة (٨٠مثلا) من قيمة الحسابات المدنية المرهونة، وهناك بديل آخر لهذا النوع من التمويل وهو قيام الشركة ببيع فاتورة هذا الحساب المدين للبنك المقرض ويسمي هذا البديل بيع الفواتير، حيث يتم البيع بخصم من قيمتها الاسمية عوضا من رهنها لأمره، بذلك تصبح الملكية القانونية لهذه الحسابات عائدا للمصرف وليس للشركة ولكن يلاحظ أن تكاليف التمويل في ظل البديل الأخير قد تكون مرتفعة لما تتضمنه من خطر الحسابات المدينة بالإضافة إلى مقابل معدل الفائدة المحسوب.

الفصل الثاني
طبيعة القرارات التمويلية وتكلفتها

إن النشاط التمويلي عبارة عن تطبيق مجموعة أساليب يستخدمها الأفراد أو المنظمات (كيانات) لإدارة أموالهم، وعلى وجه الدقة إدارة الفرق بين مداخليهم ومصاريفهم بالإضافة إلى المخاطر المتعلقة باستثماراتهم. فالكيان الذي دخله يفوق عن مصروفاته بإمكانه إقراض أو استثمار ذلك الفائض. في المقابل فإن الكيان الذي يكون دخله أقل من مصروفاته بإمكانه رفع رأسماله إما بالاقتراض أو من خلال بيع حقوق ملكية أو تخفيض مصاريفه أو زيادة دخله. ويمكن للدائن أن يجد مقترض من خلال وسيط مالي كالمصارف، أو أوراق الدين أو السندات في أسواق السندات. فيجني الدائن فائدة أقل من تلك التي يدفعها المقترض ويذهب الفرق لصالح الوسيط المالي.

١- قرارات الاستثمار:

تعتبر هذه القرارات من أهم قرارات الإدرارة المالية والغالب في هذه القرارات أن الإدارة المالية تسعى لاستخدام أموالها الاستثمارية إما في خلق أصول المالية مثل النقد والاستثمارات قصيرة الأجل أو في خلق استثمارات عينية مثل المخزون السلعي، الآلات، المعدات.

وهذا يعني أن قرارات الاستثمار سوف تنحصر في اختيار نوع الموجودات التي يجب أن تستخدم من قبل إدارة المنشآت لتحقيق عوائد مستقبلية مصاحبة للاستثمار.

و يمكن تصنيف قرارات الاستثمار على النحو التالي:

أ- قرارات استثمارية قصيرة الأجل:

تدور هذه المجموعة من القرارات حول الاستثمار في الموجودات المتداولة التي تشكل جزءً مهما من حركة الاستثمار الداخلي في منشآت الأعمال مثل النقد والاستثمارات المؤقتة والذمم المدينة والمخزون السلعي لارتباط هذا الجزء بقدرة المنشأة على تحقيق وتعظيم عوائدها وفي تحديد وضمان السيولة المطلوبة فالقرار المالي السليم هو القرار الذي يتضمن الحجم الاقتصادي الأمثل لحجم الاستثمارات في الموجودات المتداولة.

ب- القرارات الاستثمارية طويلة الآجل:

تهتم هذه المجموعة من القرارات بالإنفاق الاستثماري طويل الآجل والمتمثل بالاستثمار في الموجودات الثابتة والمعروف عن هذا النوع من القرارات المالية أنه أصعب القرارات المالية لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ التي يحتويها ويضمن عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل إضافة إلى أن هذا النوع من الاستثمار يرسم حدود العملية الإنتاجية في منشآت الأعمال[1].

ج- القرارات الاستثمارية الإستراتيجية:

تهتم هذه المجموعة من القرارات بالتخطيط الاستراتيجي للمنشأة والمتمثل في الاتساع والنمو والثبات في سيطرتها على الأسواق المحلية أو التفكير في الأسواق العالمية.

٢- قرارات التمويل:

وتدور هذه المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات وحول تحديد المزيج الأمثل من مصادر تمويل الاستثمارات أي تحديد تشكيلة التمويل من مصادر التمويل المتاحة أي أن هذه القرارات تهتم بالمصادر التمويلية المناسبة ومبالغها وكيفية الحصول عليها.

٣- قرارات توزيع الأرباح:

وهي القرارات المالية المتعلقة بتوزيع الأرباح وتتضمن هذه المجموعة كافة القرارات التي تهتم بتحديد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين وزمن توزيع هذه الأرباح وهذا يعني تحديد نسبة التوزيع وتقدير العوائد الواجب الاحتفاظ بها داخل المنشأة بشكل أرباح احتياطية والذي يعتبر مصدرا مهما من مصادر التمويل الذاتي. وإن هذه القرارات هي من القرارات المالية المهمة نظرا ً للرغبات المتعارضة فيما بين المستثمرين الذين يرغبون بزيادة مكاسبهم النقدية السريعة من خلال توزيع نسبة أكير من

---

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٨٤م، ص١.

الأرباح وبين رغبة الإدارة بزيادة الجزء المحتجز وبكميات أكبر من الأرباح الموزعة لأغراض عملية التوسع الاستثماري داخل المنشأة.

٤- قرارات التحليل والتخطيط:

تدخل عملية التحليل والتخطيط كوظيفة رئيسية للإدارة المالية في منهج اتخاذ القرارات حيث يوفر التحليل والتخطيط الحدود المشتركة في قرارات الاستثمار وقرارات التمويل. فالتحليل هو عملية ضبط وتنظيم الأداء الحالي لمنشأة الأعمال وبواسطته تستطيع الإدارة المالية أن تكشف وتُقوِم المشاكل المالية الرئيسية داخل المنشأة. أي استخدام نتائج التحليل لعمليات اتخاذ القرارات أما التخطيط فيشير إلى قدرة الإدارة المالية في تقييم الفرص الرئيسية التي تقابلها بالإضافة إلى قدرتها في مواجهة التهديدات التي تتعرض لها منشاة الأعمال وباختصار فالتخطيط هو عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالمستقبل ومواجهة الظروف غير المؤكدة التي تواجه نشاط منشأة الأعمال.

مراحل عملية اتخاذ القرار المالي:

تشتمل عملية اتخاذ القرار المالي على العديد من المراحل التي يمر بها المديرين حتى يتمكنوا من الوصول إلى الحل الأفضل واتخاذ القرار المناسب[(١)].

أولاً: تشخيص واكتشاف المشكلة:

أو ما يسمى بمرحلة البحوث والدراسات لاكتشاف المشكلة ففي مجال الإدارة المالية يتم الاستقصاء المنظم عن المعلومات التي يحتويها التنظيم الرسمي بحيث يمكن من تحسين نوعية القرارات المالية وذلك من خلال إجراء مقارنات لقوائم الدخل لعدة سنوات ماضية وكذلك التكاليف والأرباح والأصول والخصوم للكشف عن التغيرات وشكلها بالزيادة أو النقصان وقد تستخدم بهذا الشأن مختلف الأساليب لجمع المعلومات لقياس درجة التقلب أو الثبات في تدفقات الأموال وتغيرات القيمة وقد تمتد البحوث لجمع المعلومات المالية عن المشروعات التي تنمي للصناعة ككل والتي يعتبر المشروع جزءً

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص ٣.

منها وإلى بعض القطاعات الاقتصادية ذات العلاقة بتمويل الشركة وإلى مصادر التمويل المختلفة.

ثانيا: البحث عن البدائل:

إن البديل هو الوسيلة الموجودة أمام الإدارة لحل المشكلة القائمة وتحقيق الأهداف المطلوبة واتخاذ القرار المالي المناسب ويجب أن يتصف البديل بقدرته على تحقيق بعض النتائج التي يسعى متخذ القرار للوصول إليها.

و تتطلب عملية تحديد البدائل:

١- القدرة على الابتكار لإيجاد الحلول المناسبة

٢- الاعتماد على التجارب والسجلات السابقة ومعلومات وخبرات الآخرين حتى يمكن الإلمام بجميع المعلومات والنواحي المتعلقة بالمشكلة وبالتالي بكل الحلول الممكنة.

فإذا كان القرار المالي يتعلق بالتمويل فيمكن أن تكون البدائل في التمويل الداخلي أو الاقتراض أو طرح أسهم المشروع.

أما إذا كان قرارا ً استثماريا ً فيمكن الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل كالاستثمار في الموجودات المتداولة مثل النقد والذمم المالية المدينة والمخزون السلعي أو الاعتماد على الاستثمار طويل الأجل والمتمثل الاستثمار بالموجودات الثابتة وهو أصعب البدائل لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ وطول الفترة الزمنية للمشروع. وقد يكون في الاعتماد على الاستثمارات الإستراتيجية المرتبطة بالاستثمار الاستراتيجي.

ثالثاً: مقارنة البدائل وتقييمها:

وذلك عن طريق تقدير النتائج المتوقعة الإيجابية والسلبية لكل بديل ووضع معايير محددة تقوم على أساس نتائج كل بديل واستبعاد البدائل التي لا تتطابق مع الحد الأدنى من المعايير الموضوعة التي لا تحقق مستوى الرضا. ويقصد بمستوى الرضا مدى تحقيق البدائل للشروط المطلوبة في اتخاذ القرار.

ومن المعايير التي يمكن استخدامها في في المقارنة بين البدائل المعايير المالية والتكلفة والفنية والإدارية والتي تتعلق بالربحية والتكاليف ومعدلات الفائدة ودوران رأس المال......

رابعاً: اختيار البديل المناسب (القرار):

وفي هذه المرحلة يترجم المديرون جهودهم السابقة إلى اختيار أفضل البدائل والذي ينتج أكبر قدر من الفوائد والمزايا المحتملة ويقلص السلبيات والعيوب إلى أقل ما يمكن ويجب أن يعتمد القرار الخاص باختيار احد البدائل على ما يلي:

١- تحقيق الأهداف الجوهرية الصادر من أجلها
٢- توفير الوقت والجهد والتكلفة بالمقارنة مع الخيارات الأخرى
٣- الملائمة والإمكانات المتاحة
٤- تقليل الآثار السلبية عند التطبيق
٥- الاهتمام بدراسة عنصر المخاطرة في مراحل التنفيذ المختلفة مستقبلاً

خامساً: تطبيق القرار:

يعتقد بعض متخذي القرار أن دورهم ينتهي بمجرد اختيار البديل المناسب للحل ولكن هذا الاعتقاد خاطئ ذلك لأن البديل الذي تم اختياره لحل المشكلة يتطلب التنفيذ عن طريق تعاون الآخرين ومتابعة التنفيذ للتأكد من سلامة التنفيذ وصحة القرار.

سادساً: متابعة التطبيق والرقابة وتقييم القرار:

تهتم الخطوة الأخيرة في اتخاذ القرار بمتابعة عمليات التطبيق وتقييم النتائج أولاً بأول حيث تبين الرقابة على التنفيذ مدى جودة القرار ودوره في حل المشكلة موضوع القرار هذا إلى جانب أن المتابعة تظهر مدى الانحراف عن المخطط سعيا إلى الدقة والسرعة في معالجة الانحرافات السلبية والتعرف على أسبابها حتى لا تتفاقم ويصعب مواجهتها

العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار المالي:

١- تأثير البيئة الخارجية:

بما أن المنظمة تمثل خلية من خلايا المجتمع فان قراراتها ت}ثر على هذا المجتمع سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة. ومن العوامل البيئية الخارجية التي تؤثر في اتخاذ القرار المالي هي الظروف الاقتصادية والاجتماعية

والسياسية السائدة في المجتمع والمنافسة الموجودة في السوق وتكتلات النقابات والمستهلكين والتشريعات والقواعد الحكومية والتغيرات والتطورات التقنية والرأي العام والسياسة العامة للدولة.

٢- تأثير البيئة الداخلية:

يتأثر القرار المالي بالعوامل البيئية الداخلية في المنظمة من حيث حجم المنظمة والموارد المالية المتاحة وكذلك الهيكل التنظيمي وطرق الاتصال والتنظيم الرسمي وغير الرسمي وطبيعة العلاقات السائدة وتوافر مستلزمات التنفيذ المادية والمعنوية والفنية.

٣- تأثير متخذ القرار:

تتصل عملية اتخاذ القرار المالي بشكل وثيق بالصفات النفسية للفرد أو الأفراد المشاركين في عملية اتخاذ القرار ويمكن تصنيف سلوك متخذي القرارات فيما يتعلق باتخاذ القرار بإحدى الصفات التالية (المجازفة، الحذر التسرع، التهور) ويقع متخذ القرار تحت تأثير هذه العوامل مما يؤدي إلى أراء وانطباعات خاصة وظاهر سلوكية معينة. كذلك فان مستوى ذكاء متخذ القرار وما اكتسبه من خبرات ومهارات وما يملك من ميول وانفعالات تؤثر تأثيرا مباشرا في عملية اتخاذ القرار.

٤- تأثير أهمية القرار:

إن اتخاذ القرار المالي لتحقيق أهداف محددة أو لإيجاد حلول للمشاكل القائمة يتطلب من المدير المالي إدراك المشكلة من جميع أبعادها والتعمق في دراستها حتى يستطيع الوصول إلى القرار الذي يمثل الحل الجذري لها ويمنع حدوثها في المستقبل. وكلما ازدادت أهمية المشكلة ازدادت أهمية القرار المناسب لحلها وازدادت ضرورة جمع الحقائق والمعلومات اللازمة لتأمين الفهم الكامل لها والقدرة على رسم الحلول المناسبة وتتعلق أهمية القرار المالي بما يلي(١):

---

(١) غازي عبد الرازق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفي الدولية، ط٢. عمان: دار وائل للطباعة، ٢٠٠١م.

أ- عدد الأفراد الذين يتأثرون بالقرار ودرجة التأثير

ب- تأثير القرار من حيث التكلفة والعائد حيث تزداد أهمية القرار عندما تكون التكلفة مرتفعة وأيضا عندما يكون العائد مرتفع.

٥- تأثير عنصر الزمن:

يعد توقيت القرار المالي من الأمور الهامة بالنسبة للمدير ومساعديه والأفراد الذين ينفذوه لما له من اثر فعال على المنظمة ككل. وعلى الرغم من عدم وجود معايير تحكم التوقيت المناسب لاتخاذ القرار في مختلف الحالات. إلا أن القرار المتأخر لن يفيد في حل المشكلة إذا كانت ذات صفة مستعجلة كما أن اتخاذ القرار المالي بصورة مبكرة عن الوقت المطلوب يجعل هذا القرار متجمدا حتى يحين موعد تنفيذه.وبالتالي فان اختيار الوقت الملائم يعتمد على قدرة المدير المالي في استقراء الحوادث والتنبؤ بالمستقبل والأخذ بعين الاعتبار المؤثرات الداخلية والخارجية في المنظمة ومدى ارتباط هذا القرار بالقرارات الأخرى داخل المنظمة وخارجها

التضخم النقدي وأثره على بعض القرارات المالية:

تعريف التضخم:

يعرف التضخم بأنه الارتفاع العام في معدلات الأسعار وببساطة فهو نقود كثير تطارد سلعا وخدمات قليلة.

تأثير التضخم على بعض القرارات المالية:

من وجهة نظر المدير المالي فان للتضخم تأثير كبير على الكثير من القرارات المالية وتؤثر في هذه القرارات في العديد من النواحي ومن هذه النواحي[(١)]:

١- التمويل بأموال الاقتراض أم بأموال الملكية

٢- تأثير التضخم على أسعار صرف العملات الأجنبية

٣- تأثير التضخم على القرارات المتعلقة بالاستيراد والتصدير

---

(١) عبد الناصر العابدي وآخرون، مبادئ الاقتصاد الكلي، عمان: دار صفاء للنشر، ٢٠٠٠م.

أولاً: التمويل بأموال الاقتراض أم بأموال الملكية:

يؤثر التضخم على قرارات التمويل من خلال تأثيره على القوة الشرائية للنقود حيث ترتبط بعلاقة عكسية مع هذه القوة.ويمكن تعريف القوة الشرائية بأنها مقدار ما تشتريه وحدة النقود من سلع وخدمات وبناء عليه فان أي زيادة في الأسعار معناها نقص في القوة الشرائية للنقود أي أن القوة الشرائية للنقود تنخفض بمقدار يتناسب مع معدل التضخم.

مثال عن حساب القوة الشرائية:

إذا كان معدل التضخم السائد هو ٦٪ فالمطلوب استخراج القوة الشرائية لمبلغ مئة ليرة سورية تقبضها بعد ثلاث سنوات من الآن.أحسب القيمة الشرائية للمائة ليرة بنقود هذه الأيام وفسرها ؟

الحل: يتم استخراج القيمة الحالية لمبلغ ستقبضه بعد ثلاث سنوات ولكن باستخدام معدل التضخم بدلا من معدل الفائدة.

القيمة الحالية = م ❖ ١/ (١+ع) = ١٠٠ ❖١/ (١+ع) = ٨٣,٩٦٣ ليرة

ومعناها انك تستطيع أن تشتري بمبلغ ٨٣,٩٦٣ ليرة سلعا وخدمات هذه الأيام. وهذه السلع ستكلفك مائة ليرة بعد ثلاث سنوات بفعل التضخم.

التضخم وأعمال الاستيراد والتصدير:

يؤثر التضخم النسبي في بلد ما (أي عندما يكون معدل التضخم في ذلك البلد أعلى من معدل التضخم في البلدان الأخرى التي يتعامل معها ذلك البلد تجاريا) على الشركات العاملة في ذلك البلد وخاصة التي لها علاقة بأعمال الاستيراد والتصدير من خلال تأثيره على:

أسعار السلع التي تنتجها تلك الشركات وتصدرها للخارج حيث ترتفع هذه الأسعار بسبب التضخم فيقل الطلب عليها.

أسعار السلع البديلة والتي يستوردها ذلك البلد من الخارج تصبح أرخص من السلع التي تنتجها تلك الشركات وإذا فرضنا وجود تجارة حرة بين ذلك البلد والبلدان الأخرى فان كمية المستوردات ستزداد والمنافسة ستزداد

وبالتالي ستقل الأرباح في الشركات العاملة في ذلك البلد وهذا ما سيؤثر مباشرة على قرارات الربحية في هذه الشركات[1]..

ثانياً: تأثير التضخم على أسعار صرف العملات:

لتوضيح تأثير التضخم على أسعار صرف العملات الأجنبية نأخذ بلدا معينا (س) مثلا ونفترض أن هذا البلد ينتج سلعا موجود بديل لها في البلد (ص) وان التجارة بين البلدين مزدهرة ولا توجد قيود عليها.

ولنفترض الآن أن تضخما كبيرا نوعا ما حدث في البلد (س) حيث ارتفعت أسعار السلع التي ينتجها فيتجه سكان البلد (س) إلى البلد (ص) ليشتروا منها السلع البديلة والتي أصبحت أرخص من سلع بلدهم لأن أسعارها بقيت كما هي فيزداد طلبهم على عملة البلد (ص) ليدفعوا ثمن ما يشترونه منها ويزداد ما يعرضونه من عملتهم ليحصلوا على ما يطلبون من عملة البلد (ص) ومن ناحية أخرى بما أن الأسعار في البلد (س) ارتفعت فان سكان البلد (ص) يقلعون عن شراء سلع البلد (س) بسبب ارتفاع أسعارها بالنسبة لأسعار سلعهم وبذلك يقل ما يعرضونه من عملتهم لدفع أثمان ما كانوا يستوردونه من البلد (س) فيقل ما يطلبونه من عملة البلد (س).

أما في البلد (س) فان الطلب على عملة البلد (ص) يزداد، وعرض عملة البلد (ص) يقل في نفس الوقت.

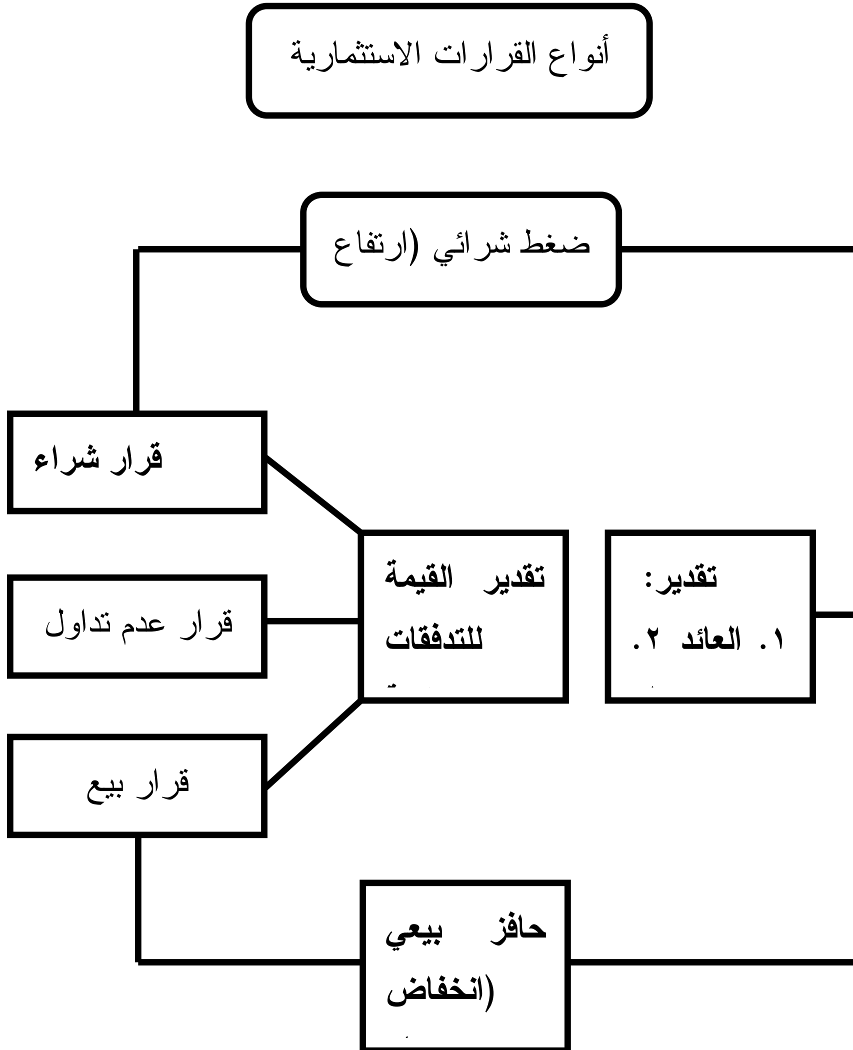
إذا يرتفع سعر عملة البلد (ص) بالنسبة لعملة البلد (س) أي إن سعر عملة البلد (س) ينخفض بالنسبة لعملة البلد (ص). أي إن التضخم في البلد (س) أدى إلى ارتفاع عملة البلد (ص) مقابل عملة البلد (س) والى انخفاض سعر عملة البلد (س) مقابل عملة البلد (ص).

يمكن ملاحظة ثلاث أنواع من القرارات:

---

(١) سيد الهواري، الإدارة المالية، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، القاهرة: مكتبة عين شمس، ٢٠٠٢م، ص ص ١٢٨-١٢٩.

شكل يوضح أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، (عمان: دار وائل لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م)، ص٣٧.

وفقاً للنموذج أعلاه يمكن للمستثمر أن يتخذ واحداً من ثلاثة قرارات حسب ظروفه وظروف السوق [1]:

---

(١) محمد مطر، مرجع سابق، ص٣٨.

١/ قرار الشراء:

يتخذها المستثمر عندما يجد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الأداء الاستثمارية أكبر من سعرها السائد في السوق.

٢/ قرار عدم التداول:

يلجأ إليها المستثمر عندما يتبين من دراسته للأدوات الاستثمارية المختلفة أن التدفقات الناجمة عنها لن تحقق له أية أرباح بالمقياس مع المخاطر التي يمكن أن تتوافق معها.

٣/ قرار البيع:

يتخذها المستثمر عندما يرى أن الأسعار التي تدفع في السوق مقابل الأدوات الاستثمارية التي يمتلكها أكبر من تلك الأسعار التي دفعها ، أو من القيمة الحالية لهذه الأدوات ومما كان نوع القرار الاستثماري المتخذ فإنه يجب أن يقوم على المقومات الأساسية التالية [١] :

تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار تقوم على رغبة المستثمر وأولوياته في الاستثمار وفق ميله اتجاه كل من الربحية (Profitability) التي تحدد من خلال معدل العائد على الاستثمار الأموال، السيولة (Liquidity) والأمان (Safety) اللتين تتحددان من خلال المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر من أجل الحصول على العائد.

الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الذي يقوم على المدخل العلمي في اتخاذ القرار الذي – يقوم على خطوات هي[٢] :

تحديد الهدف الاستثماري.

جمع المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ القرار المناسب.

تحديد العوامل الملائمة التي تتحكم في اتخاذ القرار.

تقييم العوائد المتوقعة من كل بديل من البدائل الاستثمارية المتاحة.

اختيار البديل المناسب الذي يحقق الأهداف الموضوعة مسبقاً.

---

(١) محمد مطر ، مرجع سابق، ص٤٠.

(٢) محمد مطر ، مرجع سابق، ص٥١.

شكل (٢- ٣) يوضح المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

تبني الإستراتيجية الملائمة وعناصرها

الربحية

السيولة

الأمان

المصدر: مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار (القاهرة: الشركة العربية للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص٤٦.

كما توجد مقومات أخرى لقرارات الاستثمار وتتمثل في الآتي [1]:

الموقع الجغرافي. الاستقرار السياسي والاقتصادي.

البنية الأساسية. العنصر البشري.

١/ الموقع الجغرافي:

يلعب الموقع الجغرافي دوراً هاماً إذا كان فريد ومتميزاً مثل مساهمته في نقل السلع والاتصالات مما يعزز نجاح المشروعات الاستثمارية.

٢/ الاستقرار السياسي والاقتصادي:

إن الاستقرار السياسي والاقتصادي يكون من خلال توافر الظروف الموضوعية المواتية لتحقيق هذا الاستقرار فعلي المستوى السياسي العمل على

---

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، القاهرة، دار النهضة العربية ٢٠٠٧م، ص١٢٠.

توظيف التحرك للتعاون لخدمة أهداف التنمية وفتح آفاق رحبة للتعاون الدولي والإقليمي على أساس المصالح المتبادلة، أما على المستوى الاقتصادي تحقيق الأداء الاقتصادي من خلال توافر عناصر القوة فيه بما يدعم خطط التنمية المتواصلة في مختلف المجالات ويساهم في جذب المزيد من الاستثمارات العالمية.

٣/ البنية الأساسية:

تعد سهولة النقل والمواصلات من أهم العناصر الفعالة في نجاح المشروعات الاستثمارية بالإضافة إلي شبكات النقل والمواصلات الداخلية والخارجية التي تربط بين دول العالم الخارجي، أما العنصر الثاني الفعال في جذب الاستثمارات هو تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات التي تحقق التواجد الإعلامي في جميع أنحاء العالم مما أدى إلي ترويج المشروعات الاستثمارية(١).

٤/ العنصر البشري:

يعتبر العنصر البشري من مقومات الاستثمار لذلك لابد من تخريج قوى عاملة واعدة، وماهرة ومدربة في مختلف الجوانب التطبيقية وبأجور مناسبة.

المطلب الثالث: قرارات الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار أهم وأصعب وأخطر القرارات التي تتخذها الإدارة بالمشروع في ذات تأثير على بقائه واستمراره ونموه، ولا تقتصر هذه الاستثمارات على الأصول الثابتة فقط وإنما أيضاً الزيادة في الأصول المتداولة والمترتبة على الاستثمار، ونفقات البحوث والتطوير وبصفة عامة تشكل الاستثمارات في الأصول والبحوث الجانب الأكبر من الاستثمارات وتستدعي عناية خاصة لثلاثة أسباب:

يصعب بعد الشروع في تنفيذ الاستثمارات الثابتة التخلي أو العدول عنها بسبب ضخامة حجم الأموال التي تم إنفاقها في مرحلة الإعداد ومعنى التخلي عن الاستثمار تحمل خسائر مالية ضخمة.

المخاطر المترتبة عند العدول عن الاستثمار لانعدام المرونة لكثير من الاستثمارات الثابتة، ونعني بالمرونة السرعة في الرجوع إلي الوضع المبدئي (ما قبل الشروع في تنفيذ الاستثمار).

---

(١) الموقع الالكتروني: www.kenenaonline.com، ٢٠١١/٢/٢١م.

تعتبر تكلفة الخطأ المترتبة على الاختيار الخاطئ للاستثمار عالية[1].

وبالرغم من أهمية الاستثمار ودوره في الاقتصاد والتنمية والاقتصاد فإنه عملية تحفه كثير من الصعاب والمخاطر، فالاستثمار في أي من المجالات الاستثمارية ومن أي جهة من الجهات، في القطاع العام أو الخاص، يتأثر بعوامل عديدة وعوامل متغيرة أثناء فترة الاستثمار هي العوامل الاقتصادية والسياسية[2].

صعوبات قرار الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار من أصعب القرارات التي تتخذ لسببين رئيسيين:

إنه يعتمد كلياً على التنبؤات. مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متمشياً مع أنشطة الشركة وأهدافها وسياساتها [3].

إن اتخاذ القرار سواء كان صاحبه مديراً أو رئيساً أم مواطناً صغيراً يحتاج إلي الشخص سبق تدريبه على هذه العملية وقد نجد أن كثرة من أكتسب هذه المهارة فأصبح قادراً على اتخاذ القرار الذي هو محور العملية الإدارية بل أنه قلب الإدارة طبقاً لرأي هويات سيمون الذي اعتبر أن القرارات ما هي إلا سلسلة متصلة من الحلقات فكل قرار يسبق قرار ويتبعه قرار إلي أن يتم تنفيذ وتحقيق الأهداف، مثال تلك القرارات التي تصدر من ديوان الوزارة يكون قد سبقها قرار من رئاسة مجلس الوزراء ثم تبعها قرارات أخرى من المديرية التعليمية ثم قرارات تليها على مستوى المدرسة[4].

فمن الضروري أن تحدد الإدارة العليا بطريقة واضحة، الأهداف والسياسات العامة والتي على ضوئها تشكل سياسة الاستثمار بما يتفق مع هذه السياسات لابد من معرفة العناصر المؤثرة في قرار الاستثمار سواء تلك التي يمكن التعبير عنها في شكل كمي أو نوعي، فقد يترتب على هذه

---

(١) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٧م، ص٢٧٥.

(٢) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الإسكندرية: دار المعارف، ٢٠٠٣م، ص٢٠.

(٣) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص٢٧٠.

(٤) الموقع الالكتروني: www.sis.gov.eg/ar/economy ٢٠١١/٢/٢١م.

العناصر تدفقات نقدية أو تدفقات مالية فإغفال الاستثمار في نهاية مدة الاستثمار، سواء بالنسبة للأصل الثابت أو المتداول، يؤدي إلي اتخاذ قرار خاطئ، فهذه القيمة لها تأثير ملموس من الناحية المالية وعلى العائد[1].

فإغفال عنصر معين قد يكون له تأثير على القرار وأيضاً أخذ عنصر معين ليس له علاقة بالقرار قد يؤدي إلي اتخاذ قرار مخالف للواقع.

فإن اتخاذ قرار من هذا الشأن يعني أن الجهة المستثمرة قد تخلت عن فرصة بديلة لاستثمار رأس المال في سبيل ربط هذا القدر من رأس المال بمشروع معين لفترة محددة من الزمن[2].

تأثير قرار الاستثمار على قرار التمويل:

تؤثر قرارات الاستثمار تأثيراً مباشراً على قرارات التمويل ممثلاً في[3]:

أنه إذا ترتب على تنفيذ اقتراح استثماري ما، تغيير في تشكيلة الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال بسبب زيادة نسبة حقوق الملكية، فسوف يترتب على ذلك زيادة في الطاقة الاقتراضية ويصبح من المتوقع قيام المنشأة بالتخطيط للحصول على قرض إضافي، عندما تكون هناك حاجة مستقبلية لمزيد من الموارد المالية وتتحدد قيمته بالتكلفة المبدئية للاقتراح (وهي تعادل قيمة الزيادة في حقوق الملكية) مضروبة في نسبة الاقتراض إلي حقوق الملكية.

وغنى عن البيان أن الميزة التي يقدمها الاقتراح الاستثماري إلي الطاقة الاقتراضية سوف ترد إليه كيف؟ من المعروف أن حصول المنشاة على قروض إضافية يزيد من الوفورات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة، بما يعادل قيمة العوائد على القروض الإضافية مضروبة في معدل الضريبة ولما كان السبب الأساسي في تحقيق الوفورات الضريبية الإضافية هو الاقتراح الاستثماري، فينبغي – طبقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية المعدل – أن تعتبر هذه الوفورات من بين المكاسب التي تؤخذ في الحسبان عن تقييمه[4].

---

(١) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص٢٢١.
(٢) شوقي حسين عبد الله، مرجع سابق، ص١١٣.
(٣) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص٤٣١.
(٤) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٨م، ص٦٩٤.

قرارات ومقومات التمويل:

أولاً: قرارات التمويل:

تؤثر قرارات التمويل على قيمة أسهم الشركة من خلال تأثيرها على حجم مكاسب الربحية وعلى درجة مخاطرة الشركة وتؤثر القرارات المتعلقة بسياسة الشركة أي تخضع للقيود الحكومية في الربحية والمخاطرة وهذان العاملان يحددان معاً قيمة المنشأة ويضمن ضرار سياسة الشركة الرئيسي اختيار الصناعة التي فيها ستقدم الشركة بعمليات الإنتاج والتسويق وبعد أن يتم هذا الاختيار فإن الربحية والمخاطرة تتحدان من خلال القرارات المتعلقة بحجم الشركة وأنوع المعدات المستعملة وحالات السيولة في الشركة.

وهذه القرارات بشكل عام تؤثر على ربحية ومخاطر الشركة مثل ذلك إذا قررت الشركة تمويل المشروع من خلال قرض إضافي فهذا سيزيد من معدل العائد على رأس المال المساهمين ولكن في الوقت ذاته سيزيد نسبة المخاطرة لأن المخاطرة تتناسب طردياً مع مقدار القرض لذلك فإن المدير المالي يسعى إلي أن يتوصل إلي نقطة توازن بين العائد والمخاطرة التي تتحقق أقصى ثروة لمساهمين الشركة وهذا يسمى التوازن بين العائد والمخاطر [١].

كما ترتبط قرارات التمويل بهيكل التمويل ودرجة المتاجرة في الملكية والمخاطرة المالية المرتبطة بهيكل التمويل والعائد الناتج عن طريق التمويل[٢].

ومن القرارات الأساسية التي تتخذ في مجال التمويل هي القرارات التي تختص بعمليات الحصول على الأموال والاستخدام الاقتصادي للأموال عن طريق المقارنة الرشيدة بين مزايا الاستخدامات المحتملة وبين تكلفة المصادر البديلة المحتملة لتحقيق الأهداف المالية العامة ويفترض في ذلك أن الاقتراحات الخاصة باستخدام الأموال معروفة وكذلك الظروف الحالية والمستقبلية للفن الصناعي والأسواق والخدمات ورأس المال ومراقبة القرارات الخاصة باستخدام الأموال أو إعادة الاستثمار بالنسبة لاستخدامات جديدة أو حالية

---

(١) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الأول، ترجمة عدنان داعستاني وأحمد نبيل عبد الهادي، المملكة العربية السعودية: دار المريخ، ١٩٩٣م، ص٣٩.

(٢) سيد الهواري، أساسيات الإدارةالمالية، القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م، ص٢٧.

وكذلك يهتم التمويل باتخاذ القرارات الخاصة بزيادة الأصول والاستغناء عنها(1). كما زاد الاهتمام بالقرارات المالية في السنوات الأخيرة وزاد الاعتقاد بأن الإجراءات الصحيحة الموازنة الرأسمالية تتطلب مقياساً دقيقاً لتكلفة التمويل ومراقبة هذه القرارات للوصول إلي الهدف الأساسي لإدارة المال وهو زيادة قيمة المشروع(2).

كما يجب في اتخاذ قرار التمويل تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية واستثمار الأموال المتاحة للمنشأة أو الموجودة تحت تصرفها بكفاءة عالية ولذلك أهمية كبيرة(3).

كما أن تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية أهمية خاصة لأن هذا التوازن يؤثر على استقلالية المنشأة من ناحية ويؤثر من ناحية أخرى على ربحية المنشأة وهنا تكمن أهمية هذا التوازن وعادة تحصل المنشأة على أموالها من المصادر الداخلية التي تتمثل في استثمار أرباحها المحتجزة واحتياطاتها والخارجي مثل زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة بالنسبة للشركة المساهمة أو زيادة نصيب الشركاء في شركات الأشخاص(4).

مما سبق نقصد بالقرار عملية الاختيار بين البدائل المختلفة واختيار البديل الأمثل والأفضل والممكن التنفيذ وهذا الاختيار بناءاً على التصور والمبادأة والإيداع والنطق والبعد عن التحيز وبناءاً على مقدرة البديل على تحقيق الأهداف في أقصر وقت ممكن وأقل تكلفة ممكنة ويوصف بالقرار الرشيد(5).

---

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، القاهرة: مكتبة النهضة العربية،١٩٨٠م، ص٣٦.

(٢) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م ص٢٤.

(٣) محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ٢٠٠٨م، ص٢١.

(٤) محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مرجع سابق، ص٢١.

(٥) الموقع الالكتروني: www.broonzah.net ٢٠١١/٢/٢١م.

ثانياً: مقومات التمويل:

وتتمثل مقومات التمويل في الآتي:

من مقومات الأساسية للتمويل هو ظهور الثورة التكنولوجية وما أفرزته وأنتجته من أجهزة متقدمة أصبحت لا يمكن الاستغناء عنها أو ممارسة النشاط بدونها وإلا كانت نتائجه غير مؤكدة ومشكوك في سلامتها وأدى ذلك إلي توسيع وتنوع الاحتياجات والرغبات.

ومن المقومات أيضاً الاحتياجات والرغبات الخاصة بالمستهلكين في الأسواق المالية والدولية المختلفة وازدياد قدرة المشروعات المماثلة والمنافسة على إشباع هذه الاحتياجات والرغبات.

ارتفاع الدخول المستمر في الدخول وسيادة المستهلك وسيادة قوى المنافسة ونظم البيع الالكتروني التي توفر الوقت والجهد والتكلفة.

ظهور النظام العالمي الجديد بكافة أبعاده وجوانبه الاقتصادية والسياسية والثقافية والاجتماعية والإنسانية الذي يعمل على توسيع الأسواق ودمجها جميعاً في سوق عالمي واحد فائق التطور في وسائله وأدواته الإشباعية.

امتلاك القوة والنفوذ للمشاكل والمحددات والقيود والضوابط التي تحيط بممارسة النشاط وامتدادها من جانب مؤسسات دولية ما يمكنها من فرض احترام وتطبيق[(١)].

الإمكانيات والمواد والقدرات المتوفرة والتي يوفرها المشروع وتعداد الخيارات أمامه.

توفير الآمال والأهداف والطموحات التي يسعى المشروع إلي الوصول إليها سوءاً لذاته أو للعاملين فيه أو للمتعاملين معه.

وهذه المقومات والعوامل السابقة هي الحاكم والمتحكم في رؤية وفكر وتوازنات متخذ القرار وبالتالي فإن وجودها يمثل ضابطاً ويؤثر على وجود القرار والقرار هو وليد هذا كله بل نتاج تفاعله فإذا كان القرار الإداري أداة فعالة لابد له من كل هذه المقومات.

---

(١) الموقع الالكتروني: www.broonzah.net ٢٠١١/٢/٢١م.

ثالثاً: تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار:

يؤثر قرار التمويل على نوعية الاستثمار في الشركات والمؤسسات في التفضيل بين البدائل المختلفة، كما أن التفاوت في مصادر التمويل من حيث التدفقات النقدية الإضافية المترتبة على استخدمها فبينما لا يصاحب التمويل بالأرباح المحتجزة أي تدفقات نقدية المثال فإن التمويل بالأسهم العادية يترتب عليها تدفقات نقدية خارجة تتمثل في تكلفة الإصدار والخصومات التي قد يحصل عليها اشتروا تلك الأسهم وعلى العكس من ذلك يتولد عن الأموال المقترضة وفورات ضريبية يمكن اعتبارها في حكم التدفقات النقية الداخلة.

فبفرض أن الشركة العربية للكنات تفكر في تنفيذ اقتراح استثماري تبلغ تكلفته المبدئية ١٠ مليون جنيه، وسوف يتم تمويله بالكامل من أرباح محتجزة ولا يوجد قيمة للثروة أما العمر الافتراضي للاقتراح فيبلغ ١٠ سنوات، ومن المتوقع أن تتولد تدفقات نقدية سنوية قدرها ٢ مليون جنيه، في ظل عائد يطلبه الملاك على الأرباح المحتجزة معدل ١٤٪ والآن ستقوم بتطبيق المعادلة التالية لإيجاد صافي القيمة الحالية على فرض أن هيكل رأسمال المنشأة يتكون فقط من حقوق ملكية وأن الاقتراح سوف يتم تمويله من أرباح محتجزة.

ص ق ح المعدل = ٢٠٠٠٠ × ٥,١٢٦ – ١٠٠٠٠٠٠ + صفر = ٤٣٢٠٠٠ جنيه

ولأن صافي القيمة الحالية المعدلة رقماً موجباً فينبغي قبول الاقتراح الاستثماري هذا مع ملاحظة أن القيمة ٥,٢١٦ تمثل القيمة الحالية لدفعة سنوية قدرها جنيهاً واحداً ومائتا عشر سنوات، مخصومة بمعدل قدره ١٤٪ ومن الملاحظ أن صافي القيمة الحالية المعدل يساوي تماماً صافي القيمة الحالية الأساسية حيث لم(١). يتولد عن طريق أي تدفقات داخلية أو خارجية، طالما أن الاقتراح ممول من أرباح محتجزة وتقترض أيضا أن الاقتراح الاستثماري المشار إليه سوف يتم تمويله بإصدار أسهم عادية جديدة حيث تمثل تكلفة إصدار تلك الأسهم من قيمة متحصلاتها.

(١) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص٤٠٦.

هذا يعني أنه لكي تتمكن المنشاة من تمويل الاقتراح الاستثماري فإن عليها أن تصدر أسهماً عادية قيمتها ١٠٥٢٩٣ جنيه، حتى إذا ما خصم منها تكلفة الإصدار التي تمثل ٥٪ من حصيلة الأسهم أي ٥٢٦٣١٥ جنيه، فسوف يتبقى ١٠ مليون جنيه وهو ما يعادل التكلفة المبدئية للاقتراح الاستثماري وتمثل تكلفة الإصدار التدفقات النقدية الخارجة الإضافية المترتبة علي قرار التمويل الاقتراح بأسم عادية جديدة وحيث أن هذه التكلفة تدفع قبيل تنفيذ الاقتراح الاستثماري فإنها تمثل قيمة حالية بطبيعتها ولا يحتاج الأمر خصماً

وعليه فإن: ص ق ح المعدل= ٢٠٠٠٠٠٠ × ٥,٢١٦ – ١٠٠٠٠٠٠٠ – ٥٢٦٣١٥ = ٩٤٣١٥ جنيه

ونظراً لأنه صافي القيمة الحالية المعدل المحسوب على أساس تمويل الاقتراح من أرباح محتجزة مع نظيره المحسوب على أساس تمويل الاقتراح بإصدار أسهم عادية جديدة تكشف عن فاعلية تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار فلاقتراح الاستثماري المذكور يمكن قبوله أو أتيحت أرباح محتجزة تكفي لتمويله أما إذا كان التمويل من خلال إصدار أسهم عادية جديدة فسوف يكون مصيره الرفض.

ويمكن افتراض أن الاقتراح الاستثماري يتمثل في إنشاء مصنع في إحدى المدن الجديدة، ولأن الحكومة تشجع الاستثمار في هذه المناطق فقد حصلت المنشاة من الحكومة على قرض قيمته ٣ مليون جنيه بمعدل فائدة سنوي ٦٪ في حين أن معدل الفائدة السائد في السوق على مثل هذا القرض يبلغ ١٠٪ وفقاً لشروط العقد ينبغي أن يتم السداد على عشرة أقساط سنوية ولما كان معدل الفائدة على القرض ٦٪ فسوف تبلغ قيمة القسط السنوي ٤٠٧١٠٨ جنيه حيث تم حسابه بقيمة الفرض على القيمة الحالية لدفعه سنوية قدرها جنيه وتستمر عشر سنوات مخصومة بمعدل ٦٪ [١].

ويعني ذلك أن حصول المنشأة على قرض بمعدل فائدة أقل من المعدل السائد في السوق يحتمل أن يترتب عليه بعض المكاسب إذ تفوق قيمة العرض

(١) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص٤٠٦.

القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ستدفقها المنشأة لسداد القرض ويمكن الوقوف على حجم المكاسب باستخدام المعادلة:

$$\text{القيمة الحالية للمكاسب المتولدة من الاقتراض} = \bar{ر} \frac{ق_{س}}{(أ+ق)^{س}}$$

ق س = التدفقات النقدية.

ف = الفائدة[1].

فيجب مما سبق تحديد مصادر التمويل المناسبة وتحديد المصدر الأمثل مقارنة بالتكاليف المترتبة عليه والمكاسب المرجوة منه.

أولا: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال:

تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي وبعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدا، كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه وفيما يلي نتعرض لهذه العوامل بشيء من التفصيل.

١/ تأثير العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم من مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ أنه عائد يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من أموال يمتلكها، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأية مخاطر، وهو ما يعادل العائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد الاستثمار الخالي من المخاطر، ويتوقف هذا

---

(١) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص٤٠٤.

العائد الذي يعتبر بالنسبة للمنشأة جزء من تكلفة أي مصدر تمويل على الحالة الاقتصادية فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس صحيح. أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد الذي يحصل عليه المستثمر كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته، فيطلق عليه بدل المخاطرة.

ولكن ما هو الموقف بالنسبة لمخاطر التضخم يؤكد بيتي وزملاؤه على أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ينبغي أن يتضمن جزء إضافي لتعويض المستثمر على مخاطر انخفاض القدرة الشرائية للأموال المستثمرة، وهم بذلك ينظرون إلى بدل المخاطرة على أنه تعويض عن المخاطر التي تتعلق بالمنشأة ذاتها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية.كما ينظرون إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر على أنه معدل العائد الخالي من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية وبذلك يجب أيضا أن يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم، وهذا بالطبع لا يغير من طبيعة هذا العائد إذ مازال تعويضا عن عنصر الزمن وما يخبئه من مخاطر قد يتعرض لها العائد.

وإذا ما اتفقنا على هذا فإن تكلفة عنصر الزمن يمكن التعبير عنها بالمعادلة (٢- ١) الموالية

ف=ج + خ.................. (٢- ١)

حيث أن "ف"تمثل العائد مقابل عنصر الزمن أي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والذي يتكون من جزأين هما:

- ج: جزء لتعويض المستثمر عن تأجيله إشباع حاجات أم منافع حاضرة من أجل الاستثمار،
- خ: مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي مخاطر التضخم[١].

---

(١) احمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، د.ن، ١٩٨٦م ص١٩.

٢/عوامل خاصة بكل عنصر:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على فوائد دورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

ويأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر من حملة الأسهم العادية فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح الموزعة أوفي حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون ونظرا إلى أن التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يتحصل عيه المستثمرون) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة فما المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل مصادر التمويل تكلفة وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريق.

٣/ قرار المنشأة بهيكل الرأس المالي:

عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل الرأس المالي ونسبة كل عنصر فيه تقرر المنشأة مثلا الاعتماد على القروض والحقوق في التمويل استثماراتها وبهذا تستبعد الأسهم الممتازة كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويلها وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة الاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.

ثانيا: تقدير تكلفة عناصر التمويل:

١/ تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل:

١- ١/ تكلفة الاقتراض طويل الأجل:

وتتمثل تكلفة الإقراض في المعدل الفعلي للفائدة والذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وهو ما يعرف بالتكلفة الظاهرة ويمكن تقديره بالعلاقة التالية:

$$C0=Ct/ (1+Ki) t$$

C0: مبلغ القرض.

C: مبلغ التدفقات الخارجة للسنةt ويعادل (القرض + الفوائد)

Ki: سعر الفائدة الظاهري.

ومنه: $C0/ Ct = (1+Ki) t$

وبالتالي فإن تكلفة الاقتراض هي المعدل الذي يحقق المساواة بين التدفقات الخارجة للقرض، أما التكلفة الحقيقة التي تتحملها المنشأة فعليا بعد فصل الوفورات الضريبية وتعطى بالعلاقة التالية:

$$KP= Ki (1- t)$$

t: معدل الضريبة.

KP: معدل الفائدة الفعلي.

١- ٢/ تكلفة الأسهم العادية:

تتمثل في الحد الأدنى للعائد على الاستثمارات الجديدة الممولة بإصدار أسهم جديدة، وهو المعدل الذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير وتتحدد تكلفة السهم العادي حسب نموذج جوردن كما يلي:

$$r= bi / (fi. si) x 100\%+ t\%$$

حيث:

r تكلفة السهم العادي.

bi الأرباح المتوقعة توزيعها سنويا عن ملكية السهم الواحد.

fi قيمة إصدار السهم للسهم العادي.

si مصاريف الإصدار السهم الواحد.

t: معدل نمو الأرباح (تمثل الأرباح الإضافية التي تخص المساهمين العاديين).

١- ٣/تكلفة التمويل من الأسهم الممتازة:

يمكن الوصول إلى تكلفة التمويل من الأسهم الممتازة وتصاغ تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية:

..r= bi / (fi. si) x 100%

وكذلك يمكن حساب تكلفة السهم الممتاز كما يلي:

KP= D/I0

KP: تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.

D: حصة الأسهم الممتازة من الأرباح.

I0: القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

١- ٤/تكلفة الأرباح المحتجزة:

يعتقد البعض أن الأرباح ليس لها تكلفة لكن هذا غير صحيح لأنها أصلا من حق أصحاب الأسهم العادية ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم وبالتالي تكلفة الأرباح المحتجزة هي نفس تكلفة الأسهم العادية لكن ينبغي طرح الضريبة منها لأنها لا تخضع لها.

٢/ تكلفة مصادر التمويل متوسطة الأجل:

تكلفة القروض المتوسطة الأجل تحسب بنفس طريقة القروض الطويلة الأجل والفرق الوحيد يكمن في المدى الزمني لذا سوف لن نفصل فيها ونتناول تكلفة التمويل التأجيري فقط.

٢- ١/ تكلفة التمويل التأجيري:

وهو معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التأجيري، وهو المعدلr الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد الضرائب على الاهلاكات) خلال مدة عقد التمويل التأجيري مضافا إليه قيمة إعادة الشراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي، وتحسب تكلفة التمويل بالصيغة التالية:

$$V0= \sum_{i=1}^{n} Li\ (1-T) + AiT\ /\ (1+r)\ i + Rn\ /\ (1+r)\ i$$

حيث تمثل:

$v0$: القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات والآلات).

Li : الدفعة (الإيجار أو التأجير) التي سوف تدفع في السنة i.

T : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

Ai : الاهتلاكات السنوية للأصل فيما لو كانت المنشأة مالكة له.

Rn : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد.

r: تكلفة الاستئجار (معدل العائد المساوي بين قيمة الأصل وقيمة التدفقات الحالية لعناصر الأصل المستأجر).

الفصل الثالث
العلاقة بين العائد والتكلفة
وأثرها في اختيار هيكل التمويل

في ظل الاقتصاد الكلي تعمل المنشآت جميعها في ظل عدم التأكد فإذا ما لجأنا لدراسة الاقتصاد الكلي سنجد أنه يتحدث عن الرواج أو الكساد وهل نحن موجهون ببطالة أو هناك عمالة في ظروف تشغيل كلي وهل أسعار الفائدة متجهة إلي الارتفاع أم الانخفاض وبالتالي هل نحن مقبلون على تضخم أو انخفاض في الأسعار.

وكذلك محيط المنشأة هل منتجات أو خدمات هذه المنشأة سنجد لها أسواقاً أم لا؟ كل ذلك يؤثر على المدير المالي ويحاول القيام بالإجابة على الأسئلة من خلال دراسة للأسواق وقراءته للاتجاهات وسابق خبرته في هذا المجال.

وبصفة عامة يتميز عالم الاستثمارات الرأسمالية والمالية بعدم مقدرة المستمر على تحديد العائد على الاستثمار بالتأكيد على اتخاذ القرار، وبالرغم من ذلك تقوم الشركات والأفراد بعمليات استثمارية على ضوء توقعاتهم المستقبلية وتختلف العوائد الاستثمارية المتوقعة والمطلوبة بين فرص الاستثمار المتعددة بحسب درجات المخاطرة المتعلقة بكل منها لأن معظم الأفراد ومديري الشركات يظهرون عدم حبهم للمخاطرة، لذلك فإنه من الضروري بالنسبة لهم تحديد خطر الاستثمار للتأكد من أن العائد المتوقع على الاستثمار يتناسب مع خطر الاستثمار إذن مخاطر الاستثمار ترتبط باحتمال الحصول على عائد أقل من العائد المتوقع ولهذا فكلما كانت فرصة الحصول على معدل عائد متدني أو سلبي كلما كان الاستثمار أكثر خطورة.

ولا شك أن جهود الإدارة المالي يجب أن تتجه نحو تعظيم الربح مع العمل على تخفيض المخاطر لأدنى نقطة ولتحقيق ذلك لابد من رقابة فعالة لاتخاذ القرار السليم في الوقت المناسب مع تحقيق المرونة الكافية التي تسمح

بالاستجابة السريعة للتغيرات في بيئة الأعمال وهذا المدخل يتضمن الأهداف التالية:

تعظيم الربح: يجب أن تؤد السياسات التمويلية المتخذة إلي تحقيق أكبر قدر من الربحية وذلك على المدى القصير والطويل.

تقليل المخاطر: العمل على اختيار البدائل التي لا تؤدي إلي مخاطر عالية أي تجنب المخاطر بقدر المستطاع وذلك في جانبي التمويل والاستثمار.

الرقابة على التدفقات الداخلة والخارجة: وذلك لضمان حسن الاستخدام وكفاءتها مع استخدام أسلوب التقارير التي تعطي صورة سليمة في التوقيت المناسب.

تحقيق المرونة اللازمة: وذلك لأن العمل في ظروف عدم التأكد والعمل على تدبير وتخصيص الأموال اللازمة قبل احتياجها مع إيجاد فرص المناسبة للاستثمار ربما يحقق أكبر عائد مع وجود بدائل وذلك بما تتجه الإدارة المالية من معلومات داعمة للنشاط.

مفهوم العائد والمخاطر:

الاستثمار في الأوراق المالية عبارة عن تضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ أكبر في المستقبل ولكنتها غير مؤكدة وبالتالي فإن قرار الاستثمار يتم اتخاذه في ضوء العائد (مبالغ أكبر) والمخاطر (غير مؤكدة). عليه يمكن تعريف الاستثمار المالي بأنه: (تخصيص جزء من الأموال لتوظيفه في الأصول المالية لفترة من الزمن بهدف الحصول على تدفقات نقدية في المستقبل لمواجهة الزيادة في معدل التضخم وتغطية المخاطر المصاحبة للتدفقات الأموال).

والاستثمار أما يكون فردي أو متعدد ويقصد بالاستثمار الفردي (شراء أصول واحد فقط حتى لو تكررت الوحدات المشتراة من هذه الأصول) بينما يكون الاستثمار متعدداً إذا شمل نوعين أو أكثر من الأصول (محفظة استثمارية). يتوقف اختيار أي أصل على العائد المتوقع والمخاطر المصاحبة لهذا العائد وهناك اتفاق عام على أن المحدد الرئيسي للعائد المطلوبة من أصل ما

يتمثل في درجة المخاطرة لهذا الأصل حيث تشير المخاطرة إلي احتمالات أن العوائد وكذا القيم لأصل ما أو ورقة مالية يمكن أن يكون لها نتائج بديلة.

ويسعى المستثمر إلي تعظيم العائد المتوقع على استثماره في الأوراق المالية ولكن يواجه بقيد المخاطرة التي تشير إلي احتمال أن يكون العائد المحقق مختلفاً عن العائد المتوقع.

المخاطرة بصورة عامة تعني الخسائر المتوقع حدوثها جراء عدم التأكد فإنه من الصعب حسابها نظراً لعدم استقرار وثبات العوائد المتوقع الحصول عليها.

رغم ذلك هناك من يشير إلي وجود فرق بين المخاطر وعدم التأكد ويتمثل الفرق في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق التدفق النقدي أو في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية، وفي حالة المخاطرة تتوفر لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

أما في حالة عدم التأكد تضف موقف لا يتوفر لمتخذ القرار معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية والمستقبلية، حيث يتم وضع هذه التقديرات على أساس الحكم الشخصي لمتخذ القرار، فإذا كان الحديث عن نتائج مختلفة في المستقبل لا يعرف احتمال حدوث كل منها فإن هذه الحالة توصف بحالة عدم التأكد لكن عندما يستطيع متخذ القرار أن يحدد النتائج المستقبلية المحتملة مع احتمالات حدوث كل نتيجة فإن هذه الحالة توصف بالمخاطرة، وتتمثل أهم أسباب عدم التأكد في عدم المعرفة الدقيقة بالتغيرات التي ستحدث مثل قوانين الضريبة وطلبات الزبائن ومعدلات الفائدة.

أنواع مخاطر الاستثمار بالأوراق المالية:

يمكن التمييز بين نوعين من المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية: الأول ويطلق عليه بالمخاطر النظامية وتتعرض لها كافة الأوراق وتتمثل في تغيير أسعار الفائدة والقوة الشرائية والتقلبات الاقتصادية وهي العوامل المرتبطة

بالسوق والتي يصعب التحكم فيها، أما النوع الثاني ويسمى بالمخاطر غير النظامية، وهي التي تتعرض لها الورقة معينة بذاتها لها تتصف به من خصائص معينة أو قد تكون هذه المخاطر بالمنشأة أو طبيعة الصناعة التي تنتمي إليها هذه الورقة.

أولاً: المخاطر العامة (المنظمة): وتتمثل في الآتي:

أ/ مخاطر أسعار الفائدة:

مخاطر معدلات الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب تغير في معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية.

إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائماً إلي انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها وضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلاً مما سيدر عليه عائد أعلى، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما توجه المستثمرون نحو الودائع والحسابات البنكية نظراً لضمان الفائدة دون المخاطر مما يسبب خسارة في تعاملات الأوراق المالية وهذه الخسارة في مقدار المخاطر، كذلك الأمر إذا ارتفعت أسعار الفائدة على السندات سيتوجه المستمرون للتعامل بها على حساب الأسهم مما يعظم مخاطر الأسهم بانخفاض أسعارها في السوق نظراً للإقبال على التعامل بالسندات.

ب/ مخاطر التضخم:

يقصد بتغير معدل التضخم هو التغير في القوة الشرائية فإذا كان معدل التضخم مرتفعاً فإن هذا يدل على انخفاض القوة الشرائية للعملة، وعادة تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات أكثر تأثيراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض مما يؤدي إلي انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد.

ج/ المخاطر السوقية:

تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين.

حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة كما تتأثر أيضاً بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة أو الجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلي الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار ويمكن تفادي هذه المخاطر بواسطة قيام المستمرين التوقيت السليم للشراء أو البيع.

ثانياً: المخاطر الخاصة (غير المنتظمة):

أ/ المخاطر الصناعية:

يقصد بالمخاطر الصناعية تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة والناتجة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة مثل عدم توفر المواد الخام لصناعة معينة أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلي توقف أو الحد من الطلب على المنتجات القديمة، وفي بعض الأحيان يكون لمخاطر الصناعة تأثير كبير ومستمر وفي أحيان أخرى يكون تأثيرها ضعيفاً ومؤقتاً.

ب/ مخاطر سوء الإدارة:

تأتي مخاطر سوء الإدارة من القرارات الإدارية الخاطئة علماً بأن هذه القرارات تنعكس على نشاط الشركة وتحقيق الأرباح وهذا بدوره ينعكس على أسعار أسهم هذه الشركة في سوق الأوراق المالية تسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم نم جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي.

المخاطر التشغيلية:

هي مخاطر تشغيلية ناجمة عن البيئة التشغيلية للشركة وهي مخاطر ناتجة عن عوامل داخلية أو خارجية، ويمكن أن تعزى المخاطر التشغيلية لعوامل داخلية تنعكس في درجة الكفاءة التشغيلية للشركة في استخدام الموارد المتاحة، وهذه العوامل الداخلية تكون غالباً ضمن سيطرة الإدارة.

أما المخاطر التشغيلية الخارجية فهي تعزى في الغالب لعوامل خارجة عن سيطرة الإدارة وتمثل هذه العوامل غالباً بالأوضاع الاقتصادية العامة، لذلك نجد أن خصائص المخاطر غير المنتظمة:

تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة ذاتها.

تؤثر أن وجدت على المنشأة المعينة.

يمكن تجنبها بالتنويع وتخفيضها إلي الصفر تقريباً.

مقياسها المطلب التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

مخاطر الأعمال:

وهي تلك المخاطر التي يجب على الشركة تحملها لأجل أداء نشاطها الأساسي الذي تعمل فيه، ولابد وأن تمتلك الشركة بعض المزايا التنافسية المعلوماتية بالنسبة للمتغيرات التي تنشأ عنها هذه المخاطر، إذ أن هذه المتغيرات تمثل عناصر أساسية للقيام بنشاط الشركة، وتوليد التدفقات النقدية بها. فضلاً عن أن الشركة تحقق عوائد اقتصادية مقابل تحمل هذه المخاطر.

مخاطر القوة الشرائية:

"ونعني بها احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين مثلا فيما لو ارتفعت معدلات التضخم وعادة تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلا أكثر تأثرا بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض

مما يؤدي إلى انخفاض المعدل للعائد على الاستثمار وعن المعدل الاسمي لهذا العائد.

قياس العائد والمخاطر:

يقصد بقياس العائد والمخاطر تحليل الأوراق المالي المراد الاستثمار فيها بغرض اتخاذ قرارات استثمارية ملائمة حيث تنتج عملية تحليل الأوراق المالية لكل مستمر فرصة المفاضلة بين مختلف الأوراق المالية وبالتالي اختيار المحفظة المالية التي تناسبه والتي تحقق له مستوى معين من العائد في ظل مستوى مقبول من المخاطر وهناك عدة طرق لقياس العائد والمخاطر وسنتطرق لها فيما يلي:

قياس العائد:

إن العائد يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم ويعبر عنه عادة كنسبة مئوية من الأموال التي استثمرت في بداية الفترة ويحسب العائد المتوقع باستعمال المعادلة التالية:

$$R = P1R1 + P2R2 + \ldots\ldots + PnRn$$

حيث إن:

معدل العائد المتوقع = R

احتمال حدوث كل من القيم الممكنة للعائد = Pi

القيم التي يمكن أن يأخذها العائد = Ri

ولمزيد من التوضيح يمكن أخذ المثال التالي:

نفترض أن هناك مشروعين استثمارين (أ) و (ب) قيد الدراسة وعوضاً عن تقدير قيمة واحدة أكيدة للعائد على الاستثمار لكل منهما تم تقدير عدة قيم ممكنة للعائد حسب احتمالات التغير في الأوضاع الاقتصادية ويقدم الجدول أدنها حالات الوضع الاقتصادي الممكنة واحتمالات حدوثها والعوائد الممكنة لكل من المشروعين.

توزيع احتمالي العوائد الممكنة لمشروعين استثمارين في أوضاع مختلفة

الحالة الاقتصادية	احتمال تحققها (P_i)	عوائد المشروع (أ)	عوائد المشروع (ب)
انكماش	٢٠%	-١٥%	-٢٠%
عادي	٢٥%	٢٥%	٣٠%
ازدهار	٢٠%	٤٠%	٢٥%
تضخم	٣٥%	١٥%	١٥%

يمكن حساب العوائد المتوقعة لكل من المشروعين (أ) و (ب) وفقاً للمعادلة أعلاه على النحو الآتي:

- العوائد المتوقعة للمشروع (أ) = (٠.٢) × (-١٥) + (٠.٢٥) × (٠.٢٥) + (٠.٢) × (٠.٤) + (٠.٣٥) × (٠.١٥) = ٠.١٦٥ = **١٦.٥%**
- العائد الموقع للمشروع (ب) = (٠.٢) × (-٠.٢) + (٠.٢٥) × (٠.٣) + (٠.٢) × (٠.٢٥) + (٠.٣٥) × (٠.١٥) = ٠.١٣٧ = **١٣.٧%**

قياس المخاطر:

بما أن المخاطر بصورة عامة تعني الخسائر المتوقع حدوثها من جراء عدم التأكد فإنه من الصعب حسابها نظراً لعدم استقرار وثبات العوائد المتوقع الحصول عليها، فأقرب مقياس لقياس المخاطرة للسهم الواحد هو التشتت حيث يقيس هذا المعيار مقدار تشتت العوائد على المركز أو المعدل لهذه العوائد بالإضافة إلي أن التشتت يمكن أن تستنتج منه الانحراف المعياري وهو عبارة عن الجزر التربيعي للتشتت ويعتبر التشتت والانحراف المعياري

أفضل مقياس لقياس المخاطرة غير المنتظمة أو مخاطرة السهم الواحد، أما المخاطر المنتظمة وهي المخاطر العامة والتي تقع على السوق ككل.

وتحسب المخاطر عن طريق المعادلة التالية:

$$\sqrt{\sum P_i \,(} R_i + R_j)\ ^2 2$$

حيث أن:

احتمال حدوث كل العوائد الممكنة $P_i =$

القيم التي يمكن أن يأخذها العائد $R_i =$

العائد المتوقع $R_j =$

ولمزيد من التوضيح يمكن أخذ المثال السابق كنموذج لقياس الانحراف المعياري (المخاطرة) لكل من المشروعين (أ) و (ب) وذلك كما يلي:

الحالة الاقتصادية	احتمال تحققها (P_i)	عوائد المشروع (أ)	عوائد المشروع (ب)
انكماش	٢٠%	-١٥%	-٢٠%
عادي	٢٥%	٢٥%	٣٠%
ازدهار	٢٠%	٤٠%	٢٥%
تضخم	٣٥%	١٥%	١٥%

المخاطرة للمشروع (أ):

$$= \sqrt{0.2\,(-15 - 0.165)^2 + 0.25\,(0.25 - 0.165)^2 + 0.2\,(0.4 - 0.165)^2 + 0.35\,(0.15 - 0.165)^2}$$

الانحراف المعياري (المخاطرة) = $\sqrt{٠.٠٣٢٧٧٥}$ = ٠.١٨١ = **١٨.١%**

المخاطرة للمشروع (ب):

$$= \sqrt{0.2\,(-0.2 - 0.137)^2 + 0.25\,(0.3 - 0.137)^2 + 0.2\,(0.25 - 0.137)^2 + 0.35\,(0.15 - 0.137)^2}$$

الانحراف المعياري (المخاطرة)= $\sqrt{0.031969}$ =٠.١٧٨=١.٧٨**%**

ومن المثالين أعلاه نلاحظ أن المشروع الأول يحقق عائداً أعلى من المشروع الثاني ولكنه أيضاً ذو مخاطرة أعلى من الثاني، الأول (أ) العائد ١٦,٥٪ والمخاطرة ١٨,١٪، الثاني (ب) العائد ١٣,٧٪ والمخاطرة ١٧,٨٪.

على المدير المالي أن يتخذ قراره بناءاً على هذين العاملين وأن يختار المشروع الذي يحقق له عائداً أعلى مع مخاطرة أقل ونلاحظ هنا أن الفرق بين العائدين أكبر من الفارق بين المخاطرتين في المشروعين وعليه فالمدير المالي عليه أن يفاضل بينهما باستخدام متوسط المخاطرة للوحدة من العائد بقسمة المخاطرة على العائد ويسمى عامل المخاطرة.

إذا قمنا بحساب ذلك للمشروعين سنجد أن المشروع

(أ) = $\frac{18.1}{16.5} = 1.096$

في حين أن المشروع (ب) = $\frac{17.8}{13.5} = 1.318$

إذن فإن عامل المخاطر للمشروع (أ) أقل من المشروع (ب)، بناءاً على هذه النتائج يمكن للمدير أن يتخذ القرار الذي يراه مناسباً.

علاقة العائد والمخاطر بالاستثمار والتمويل:

عندما يقوم أي شخص رشيد بصرف نق إنفاق يكون السؤال لديه دائم هل المكاسب من هذا الإنفاق تستحق؟

إن القرار يحوي مقارنة بين المكاسب والمنافع أو العائد Benefits المتوقع وبين التكاليف Costs المرتبطة بهذا الإنفاق أو المغامرة وبالتالي يتطلب الأمر حساب المنافع التي يمكن أن تتحقق بالدخول في المشروع المعين مقارنة مع قيم مختلف البدائل الأخرى التي كان من الممكن شراؤه بنفس المبلغ من النقود " وبنفس المجهود والوقت ".

هذا إذ كان قرار الإنفاق على مستوى الفرد قرار بسيط سهل فإن قرار الاستثمار أصعب من قرار الإنفاق الجاري. فالمنافع أو العوائد المتوقعة ليس من السهل تقييمه لأنه تقع في المستقبل وعلى فترات، وهناك غموض حولها. ويكون السؤال أيضا عن كيف يمكن حساب صافي العائد من مشروع

استثماري يتطلب إنفاق على مدى عدد من السنين ويتوقع منه مكاسب على مدى عدد من السنين المقبلة[1]. يعتبر تحديد مدى المخاطر التي ترغب تحملها أحد المسائل الهامة التي ستواجهها كمستثمر. والمقصود بقدرتك على تحمل المخاطر هو مدى الخسائر التي يمكنك تحملها بدون التخلص من الاستثمار. وهناك ارتباط وثيق بين المخاطر والعوائد؛ فكلما ارتفعت مخاطر الاستثمار ارتفعت العوائد المحتملة وعندها تصبح مناسبة أكثر كاستثمارات طويلة الأجل[2]. نظرية تكوين المحفظة الاستثمارية هو في الواقع الخيار بين تعظيم العائد وفي نفس الوقت تخفيض المخاطرة. ومن جهة أخرى فقد أصبح معامل الارتباط بين الأدوات الاستثمارية (صيغ الاستثمار) عنصراً مؤثراً في تكوين المحفظة لا يقل في أهميته عن الأصول المستثمرة فيها، وتكتسب كل أداة أهميتها من مقدار ما تسهم به في العائد الكلي للمحفظة.

وعندما تكون فرص الاستثمار عالية المخاطر فإن ذلك لا يعني عدم إقبال الناس عليها إذا أمكن قياسها وقابلها عوائد مجزية بالقدر الذي يرون إنه ملائم لمستوى تلك المخاطر. لكن الناس لا يقبلون على فرص استثمارية يكتنف قياس المخاطرة فيها الغموض وعدم الوضوح فلا يعرف هل هي عالية أم متدنية المخاطرة. هذا الغموض نفسه يضحى مخاطرة ومن ثم فإن كل استثمار لا يكون قياس المخاطرة فيه واضحاً يعد ذا مخاطرة عالية[3].

وتنشأ المبادلة بين المخاطر والعوائد من نقاط أساسية أهمها:

- إن المستثمرين متأهلين للمخاطر المتوقعة
- درجة الخوف تختلف من مستثمر لآخر
- مجمل المشاريع المتاحة لها عوائد ومخاطر

بحث مستمر عن الفرصة الاستثمارية التي تحقق له أقصى عائد ممكن موازاة مع الخطر الضئيل الذي تحمله[4].

---

(١) الموقع الالكتروني: www.caamsf.com
(٢) الموقع الالكتروني السابق.
(٣) الموقع الالكتروني: www.eaamsf.com
(٤) الموقع الالكتروني السابق.

إن المبادلة بين المخاطرة والعوائد هي أحدى الأسس أو المبادئ التي يسترشد بها المدير في الاختيار بين البدائل في القرارات الاستثمارية التي تتعلق بشراء أصول وعلى المدير المالي أن يختار من الأصول، الأصول التي تبرز عائدها ومخاطر شراؤها وبالمثال يختار من مصادر لتمويل المصدر الذي يبرز عائده المخاطر المرتبطة به وذلك يتحقق هدف المشروع[1].

العائد والمخاطرة هما صفتان متلازمتان لأي استثمار لأن القرارات المالية الاستثمارية تخذ اليوم ولا تظهر نتائجها إلا في المستقبل لكن المستقبل مجهودها ونتائج القرار غير مؤكدة، وبالتالي يواجه متخذ القرار ببدائل تتضمن مبادلة بين عائد مرتفع ومخاطر مرتفعة وعائد أقل ومخاطر أقل.

إن هاتين السمتين متناقضتين إلا أنهما حقيقيتان ثابتان في عالم الاستثمار والتمويل وحيث أنه لا توجد عوائد مجزية إلا مع وجود احتمالية معقولة ومقبولة من المخاطر، وتدل الدراسات العلمية والتجارب الحية أن المستثمرين يطلبون علاقة طردية بين معدل العائد ودرجة المخاطرة.

فلما ارتفعت درجة مخاطر الاستثمارية كلما ارتفعت عائده لذلك يرضى المستثمرين ولكن ليس بنفس الدرجة لن المبادئ الاستثمارية الشائعة الاستخدام في القرارات المالية تفترض تفضيل المستثمر والممول للعوائد الأعلى على العائد الأقل مع ثبات العوامل الأخرى وتفضيل المستثمر والممول للمخاطرة الصغر على الأكبر[2].

وإذا كنا نميل إلي مخاطر قليلة فيمكننا استثمار أموالنا في أوراق مالية حكومية أو كوديعة في مؤسسة مالية وبالنتيجة تحصل على دخل قليل وكلن ثابت وشبه مؤكد وفي معظم الحالات لن تخسر رأسمالنا.

وإذا كنا على استعداد بقبول مخاطر أعلى من المستوى الأول، فإننا نبحث عن عائد أعلى مما حصلت عليه في المستوى الأول، فقد يكون هدفنا دخلاً جارياً متزايداً ففي هذه الحالة قد نستثمر أموالنا في الشركات التي لها

---

(١) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م، ص٤٩.

(٢) المرجع السابق، ص٦٧.

تاريخ طويل في توزيع الأرباح مثل الشركات المنافع العامة، الشركات الكبيرة، شركات إنتاج المواد التموينية أو توزيعها، وشركات الشحن وهذه الشركات تعطي أماناً ضد فقدان المال المستثمر وهذه أرباحها الموزعة موازنة أو لكي تعادل التضخم(١).

وإذا كان غير مهتمين بتقلبات الأسعار في المدى القصير وفي توزيع الأرباح، وهدفنا هو ارتفاع الأسعار فعلينا بالاستثمار في الشركات التي تنمو فوق المعدل مثل شركات المشروعات الترويجية.

أما إذا كنا غير مهتمين بالأرباح الرأسمالية في فترة قصيرة في هذه الحالة علينا أن نداوم في السوق المالي ونكون ماهرين في توفير شراء الأسهم المرشحة للمضاربة ومثلها الشركات الناشئة في القطاعات الحديثة، حيث يرى المدير المالي بالضرورة المبادرة بين العائد والمخاطر فهو عندما يتخذ قراراً، غالباً ما يتطلب الاتفاق أو الاقتراض ويترتب عليه في الأيام اللاحقة مرفقات نقدية معاكسة الاتجاه أما أن قراءة يمكن وصفه بمجموعة من التدفقات الداخلة والخارجة(٢).

مخاطر وعوائد المحفظة الاستثمارية:

مفهوم المحفظة الاستثمارية:

المحفظة الاستثمارية هي المحفظة التي تتعلق بمجموعة من الأوراق المالية المختلفة وهذه الأوراق لها خصائص مختلفة ولها عوائد ومخاطر مختلفة ولكن إذا وضعنا هذه العوائد في محفظة واحدة فهل المحفظة ستأخذ خصائص هذه الأوراق أم يكون لهذه الأوراق المجتمعة خصائصها الخاصة وخصوصاً فيما يتعلق بالعائد والمخاطر.

بما أن المحافظة الاستثمارية تتكون من مجموعة من الأوراق المالية إذن معظم الأصول المالية لا يحتفظ بها بمعزل عن الأصول الأخرى، وإنما يحتفظ بها كجزء من المحفظة الاستثمارية، فالبنوك ومؤسسات التقاعد،

---

(١) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٧م، ص٧٦.

(٢) المرجع السابق، ص٧٦.

وشركات التأمين، والمؤسسات المالية الأخرى يجث عليها تكوين محافظ متنوعة والاحتفاظ بها طبقاً لمتطلبات القانون وبالنسبة إلي المستثمرين كأفراد (على الأقل أولئك الذين يحتفظون بأوراق مالية والتي تكون جزءاً كبيراً من ثروتهم) فإنهم بالعموم يحتفظون بمجموعات من الأسهم لشركات مختلفة وليس أسهم شركة واحدة.

وطبقاً لذلك فمن وجهة نظر المستثمر فإن ارتفاع سعر أحد الأسهم وانخفاضه ليس مهماً، وإنما المهم هو العائد على مجموع محفظته الاستثمارية والمخاطر الناجمة عنها، ومن ناحية منطقية يجب تحليل العائد والمخاطر على الورقة المالية آخذين بعين الاعتبار كيف أن هذه الورقة المالية تؤثر بدورها على المخاطر والعائد للمحفظة الاستثمارية والتي هي جزء من هذه المحفظة.

قياس مخاطر وعوائد المحفظة:

يقصد بقياس العائد والمخاطر للمحفظة تحليل الأوراق المالية المكونة للمحفظة بغرض معرفة مدى تأثير كل ورقة مالية على العائد والمخاطرة للمحفظة، وفيما يلي سنتطرق إلي كيفية قياس العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية.

قياس العائد على المحافظة الاستثمارية:

إن العائد من اقتناء محفظة ما يتحدد على ضوء العائد المتوقع من الأوراق المالية المكونة للمحفظة، ويتمثل العائد المتوقع للمحفظة العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمته برأس مال المحفظة ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$KP = W_1K_1 + W_2K_2 + \ldots\ldots\ldots\ldots + W_nK_n$$

حيث إن:

معدل العائد المتوقع على المحفظة	$KP =$
نسبة المحفظة المستثمرة في الأوراق المالية	$W_i =$
معدل العائد المتوقع على الورقة المالية	$K_i =$
عدد الأوراق المالية في المحافظة	$n =$

وبغرض معرفة نسبة المبلغ المستمر في السهم ١ من مجموع المبلغ الكلي المستمر في المحفظة تستخدم المعادلة التالية:

$$W_i = \frac{\text{مبلغ السهم}}{\text{المبلغ الكلي}} \times ١٠٠$$

ولمزيد من التوضيح نقدم المثال التالي:

في شهر كانون الثاني ٢٠٠٠ قدر محلل الأوراق المالية أن العوائد التالية يمكن توقعها في أربع شركات رئيسية تنتج برامج الحاسوب.

الشركة	العوائد المتوقعة
أ	١٤%
ب	١٣%
ج	٢٠%
د	١٨%

فإذا كونا محفظة استثمارية بمبلغ 100.000جنيه سوداني، واستثمرنا ٢٥،٠٠٠ جنيه سوداني في كل سهم، فإن العائد المتوقع من المحفظة الاستثمارية يتم إيجاده على النحو التالي:

$$.W_i = \frac{25.000}{100.000} \times 100 = 0.25$$

$$KP = W_1K_1 + W_2K_2 + \ldots\ldots\ldots\ldots + W_nK_n$$

$$= 0.25\ (14\%) + 0.25\ (13\%) + 0.25\ (20\%) + 0.25\ (18\%) = 16.25\%$$

قياس المخاطر على المحفظة الاستثمارية:

طبقاً لمفهوم المحفظة، فالمستثمر في الأوراق المالية في شكل محفظة يتحمل مخاطرة عند بناء المحفظة تختلف عن تلك التي يتعرض لها السهم منفرداً ويعود سبب ذلك إلي وزن مساهمة كل سهم في مخاطرة المحفظة، كما قد تكون مخاطر المحفظة أقل من مخاطر أي أصل منفرد من الأصول التي تحتويها ويرجع ذلك لسبب تنوع حيث يتم الاستثمار في أكثر من نوع من الأصول وذلك بغرض تخفيض المخاطر.

ويتم حساب المخاطرة للمحفظة عن طريق المعادلة التالية:

$$Q = \sqrt{W_1^2 Q_1^2 + W_2^2\ Q_2^2 + 2\ W_1 W_2\ (COV)}$$

حيث أن:

مخاطرة المحفظة $Q =$

نسبة الأموال المستثمرة في الأصلين $W_1\ W_2 =$

المخاطرة للأصليين (الانحراف المعياري) $Q_1\ Q_2 =$

التقارير بين عوائد الأصلين $COV =$

وبغرض معرفة درجة التقارير بين عوائد الأصلين تستخدم المعادلة التالية:

$$COV = \sum P_i\ (R_1 - \bar{R}_1)\ (R_2 - \bar{R}_2)$$

حيث أن:

احتمال حدوث كل من القيم المتوقعة للعائد $P_i =$

القيم التي يمكن أن يأخذها العائد (القيم الممكنة) $R_1 =$

القيم المتوقعة لعائد $\bar{R}_1 =$

الهيكل المالي وتكلفة رأس المال:

تختلف تكاليف مصادر التمويل باختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بكل منها، وذلك عملا بمقولة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، وتقاس تكلفة مصدر التمويل بالطريقة التي يقاس بها إذ تكون من وجهة نظر الممول مماثلة لمعدل الخصم الذي ستتساوى، (IRR معدل العائد الداخلي عنده القيمة الحالية للعوائد النقدية المتوقع أن يستغلها طيلة فترة اقتنائه للورقة المالية مع مبلغ التمويل مع اختلاف الهيكل (WACC) الذي زوده أصلا للشركة .يختلف المتوسط المرجح لتكلفة راس المال التمويلي من شركة لأخرى ويعتبر هذا المقياس ذا أهمية بالغة في تقييم المشاريع الاستثمارية فقد يستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية، (CAPITAL BUDGETING) الرأسمالية للشركة المرتبطة بالاستثمار /أو كمعيار رفض أو قبول بدائل الاستثمار المتاحة، وبالتالي فكلما انخفض هذا المعدل ازدادت قدرة الشركة التنافسية للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، والتي

هي في الغالب فرص محدودة .ومن هنا تأتي أهمية العلاقة بين الهيكل التمويلي وتكلفته من جهة، والقيمة السوقية للشركة من جهة أخرى، وتعظيم القيمة الذي هو في النهاية هدف الشركة الرئيسي.

لا بد من الوصول إلى مزيج تمويلي يضمن أقل التكاليف .ولعل السؤال الذي يجب أن يطرح هنا هو: هل يوجد ما يسمى بالهيكل التمويلي الأمثل في الشركات المساهمة العامة؟ اذا كانت الإجابة "نعم "فما هي عندئذ آليات الوصول إلى ذلك؟ قبل الإجابة على هذه التساؤلات يمكن استعراض النظريات المختلفة للهيكل التمويلي التي ظهرت في أدبيات التمويل خلال النصف الثاني من هذا القرن.

بدأت الطروحات حول الهيكل التمويلي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمس ينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال، التي أصبحت تعرف الان بالنظرية التقليدية للهيكل التمويلي/ وقد تم ظهور هذه النظرية في نهاية الخمسينات وبداية الستينيات على يد الثنائي ميلر ومدجلياني فوضعا اقتراحين مهمين شكلا فيما بعد حجر الأساس لكل ما كتب حول هذا الموضوع، وظهرت حديثا في أواسط الثمانينات نظرية تعرف باسم نظرية تسلس ل اختي ار مص ادر التمويلي في العام ١٩٨٤، وقد أدخلت عليها التعديلات Myer التي عرضها (Pecking – Order Theory) في العام ١٩٨٩. وفيما يلي عرض بشيء من التفصيل لكل من هذه النظريات.

١ .النظرية التقليدية: The Traditional Theory

بإمكان الشركات بهذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي وذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للشركة، ولم تذهب هذه النظرية إلى تحديد كمية الاقتراض المعقولة، وإنما دعت الشركات إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى، وذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود الشركة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول (وفقا لهذه النظرية) وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف لاحقا

بمفهوم ولم تكن لهذه النظرية أبعاد تطبيقية تذكر (Financial .
Leverage) الرفع المالي.

٢. نظرية: (M&M)

تعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في أدبيات التمويل إذ تنفي هذه النظرية أية علاقة للهيكل التمويلي بالقيمة السوقية للشركة، وذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للشركة أو ارتفاعها، وإنما يحدده القرار الاستثماري فقط.

وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين، ظهر أولهما في العام ١٩٥٢ وظهر الثاني في العام ١٩٦٣، ويقوم المقترح الأول على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة أهمها:

١. وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة، ويحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد.

٢. يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات الرخيصة لهم جميعا في الوقت نفسه.

٣. ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق.

٤. ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها.

٥. يتطور لدى جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم المتداولة فيها.

وقد خلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية إلى استنتاج، مفاده أن الشركات المتماثلة في كل أوج أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركات، كما ذهبت إلى ذلك النظرية التقليدية، إلا أن واضعي النظرية عادا في العام ١٩٦٣ وحرراها من قيد الضرائب وخلصا إلى أن القيمة السوقية للشركة المقترضة تفوق مثيلاتها المعتمدة على أموال الملكية، وتنجم هذه الميزة عما يعرف بالدرع الضريبي وعليه فان أقصى قيمة سوقية للشركة تتحقق عندما يقتصر تمويل (TAX Shelter) لفوائد الاقتراض الشركة على أدوات الاقتراض فقط وذلك حسب المقترح الثاني.

تعرضت هذه النظرية لانتقادات عدة على أرضية مثالية افتراضاتها، وعدم واقعية هذه الافتراضات، ومن أبرز هذه الانتقادات تلك المتعلقة بإمكانية إحلال الافتراض الشخصي محل افتراض الشركات وبمعدلات الفوائد نفسها، وانعدام تكاليف الصفقات، وتجاهل تكاليف الإفلاس الناجمة عن فصل الملكية عن الإدارة في (Agency Cost) وتكاليف الوكالة (Ankruptcy Costs) الشركات المساهمة الحديثة وعلى الرغم من هذه الانتقادات، إلا أن هذه النظريات شكلت وما زالت تشكل إحدى الدعائم الأساسية لنظرية الهيكل التمويلي والعديد من النظريات والدراسات اللاحقة في وبمفرده - نموذجًا عرف باسمه تناول فيه (Miller) – أدبيات التمويل .ففي العام ١٩٧٧ طور ميلر تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخل الأفراد من جهة، ودخل الشركات من جهة أخرى، وتأثير ذلك على تكلفة الاقتراض لكلا المجموعتين .وخلص ميلر إلى أن اخذ عامل الضرائب بعين الاعتبار يقلل من منافع الاقتراض المطلق للشركات المساهمة العامة . إذن من الممكن تعظيم القيمة السوقية للشركات من خلال وجود الرفع المالي.

وتلت هذه الدراسة دراسات أخرى منها التي قام بها جينسن ومكليت (Jensen & Meckling) في العام ١٩٧٦ حول علاقة تكاليف الوكالة بالهيكل التمويلي تبين أن هناك تأثيرا سلبيا للاقتراض على القيمة السوقية للشركة، وهذا ناجم عن زيادة تكاليف الرقابة والمتابعة لأعمال إدارة الشركة وأضافت دراسة بيرني. (Efficiency Costs) وتكاليف ناجمة عن ضعف في الكفاءة الإدارية وزملاؤه في العام ١٩٨٤ عنصرا جديدا للتحليل وهو تكاليف مخاطر الإفلاس، إذ بينت الدراسة أن تكاليف الاقتراض تزيد من التكاليف وهو مخاطر الإفلاس، فكلما توسعت الشركة بالاقتراض ارتفع وفي دراسة. (WACC) هذا النوع من التكاليف، وبالتالي ارتفع المتوسط المرجح لهيكل راس المال لعشرات الشركات التي أعلنت إفلاسها تبين أن هذا (ALTMAN)، ميدانية قام بها التمان 1984النوع من التكاليف مرتفع جدا ، ويفوق في غالب الأحيان القيمة السوقية للشركة.

بتطوير مفهوم تكاليف الوكالة فيما يتصل بالهيكل التمويلي (JENESN)، وقام جنسن 1986 ليشمل تكاليف سوء استخدام السيولة الزائدة في حال توفرها من قبل إدارة الشركة؛ لتخدم مصلحتها الشخصية على حساب مصالح المساهمين، وهذا ما اسماه بنظرية فائض النقدية وبناء على هذه النظرية فان الاقتراض سيوفر فرصا أفضل للرقابة، (Free Cash Flow Theory) على إدارة الشركة، إذ من المتوقع أن تستخدم الأموال المقترضة بداية في الاستثمارات الجديدة، ومن ثم في شراء جزء من أسهم الشركة المتداولة في السوق، وفي النهاية ستوجه الأموال المتبقية لخدمة ديون الشركة، وعليه فستقل أمام الإدارة فرص سوء استخدام النقدية الزائدة، ومن جهة أخرى وبناء على هذه النظرية فان إدارة الشركة ستعمل دوما في حالة الاقتراض تحت تهديد الفشل المالي مما يملي عليها أن تعمل بكفاءة اكبر، لتجنب ذلك، الأمر الذي سيخفض تكاليف الوكالة، إلا ان مقترحات جنسن لم تعط الإجابة عن السؤال المهم التالي: ما هو حجم الاقتراض الأمثل في هيكل رأس المال؟

بمراجعة نظرية فائض (Bernanke)، واستكمالا لجهود جنسن في هذا المجال، قام برنانكي 1989 النقدية في محاولة منه لتفسير نطاق استخدام الرفع المالي وتشخيصه في الشركات خلال عقد الثمانينيات.

٣. نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل (The Pecking – Order Theory)

وتعود جذورها إلى دراسة مسحية قام بها دونالدسن، (Myers، قدم مايرز هذه النظرية 1984) في العام ١٩٦٠ حول مسلك الشركات التمويلي، واستنادًا إلى هذه النظرية فإن ترتيب (Donalson) التمويل طويل الأجل حسب أفضليته للشركات يكون على النحو التالي:

أولا: التمويل الذاتي (الأرباح المحجوزة والاحتياطات)

ثانيًا: في حالة وجود حاجة للتمويل الخارجي فعلى الشركة أن تقوم أو ً لا بإصدار سندات دين، وأن تلجأ بعدئذ لإصدار الأدوات المالية الهجينة

كالسندات أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، ويأتي إصدار الأسهم العادية كملاذ أخير.

ربطت هذه النظرية - أيضًا - سياسة توزيع الأرباح بتسلسل المسلك التمويلي سالف الذكر، إذ أكدت على إدارات الشركات أن تكيف سياستها في توزيع الأرباح مع القروض الاستثمارية المتاحة، فإذا فاقت النفقات النقدية الداخلية النفقات النقدية الخارجية، فإن الشركة ستحتفظ بالفائض على شكل نقدية أو على شكل استثمارات مؤقتة أو تقوم بتوزيع الأرباح أو استرداد جزء من أسهمها المتداولة أو سداد ديون عليها، وفي حالة حدوث العكس، فإن الشركة ستستخدم فائض النقدية لديها، أو تبيع جزءًا من استثماراتها المؤقتة، أو تلجأ للاقتراض الخارجي أو أنها ستقوم في نهاية المطاف بإصدار أسهم عادية، وعليه فإن هذه النظرية بينت العلاقة التبادلية بين توزيع الأرباح والقرارات الاستثمارية والتمويلية.

ويمكن القول أن هذه النظرية تنسجم مع نظرية الرفع المالي، ومع نظرية المحتوى الإعلامي إذ تشير النظرية الأولى إلى، (Asymmetric Information غير المتوازن أنه إذا قاد التغير في الهيكل التمويلي إلى (Signaling Theory زيادة (أو نقصان) في درجة الرفع المالي فإن ذلك سيكون له انعكاسات إيجابية (أو سلبية) على أسعار أسهم الشركة المتداولة في السوق، وبالتالي فإن التمويل بالأقتراض هو أفضل من التمويل بالملكية .أما النظرية الثانية فبينت أن اختيار الشركة لمصادر التمويل الخارجية يحمل في طياته للسوق دلالات معلوماتية غير إيجابية حول ربحية الفرص الاستثمارية المتاحة لها حاليًا، مما سينعكس سلبا على أسعار أسهمها المتداولة في السوق، وبالتالي فإن مصادر التمويل الداخلية (أرباح محجوزة) لها أفضلية على مصادر التمويل الخارجية، إضافة إلى ذلك، فإن النظرية الثانية تشير إلى أن اختيار الشركة لإصدارات أدوات ملكية يحمل في طياته رسالة إلى السوق مفادها أن أسعار أسهم هذه الشركة مقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية (Signal) التي تعلمها

إدارة هذه الشركة فقط .وعليه فلمصدر التمويل الخارجي بالاقتراض (Overvalued) أفضلية على التمويل بالملكية.

الاختبار العملي لنظريات هيكل رأس المال:

أشارت نتائج العديد من الدراسات والأبحاث، والتي اختبرت هذه النظريات السابقة للشركات المساهمة العامة وانعكاساتها على أسعار أسهمها السوقية، إلى ما يلي:

١. يؤدي إصدار أدوات الاقتراض إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات المصدرة.

٢. يؤدي إصدار أدوات الملكية إلى انخفاض أسعار أسهم الشركات المصدرة.

٣. يؤدي إصدار الأدوات المالية القابلة للتحويل (وخاصة السندات) إلى إنخفاض أسعار أسهم الشركات المصدرة.

تنسجم نتائج الاختبارات الميدانية السابقة جميعها مع توقعات نظرية الرفع المالي (المشار إليها سابقًا) باستثناء تلك المتعلقة بإصدار السندات القابلة للتحويل، فبالرغم من أن هذه الإصدارات تبدو وكأنها تزيد من درجة الرفع المالي للشركات المصدرة، إلا أنها تقابل بردة فعل سلبية من قبل السوق، دعا هذا التناقض الظاهري بين هذه النتائج ونظرية الرفع المالي كثيرًا من الباحثين إلى إجراء الدراسات لتفسيره، فأشارت دراسات ميدانية لاحقة أن السندات القابلة للتحويل تحمل في جوهرها خصائص أموال الملكية، وبالتالي فهي تؤدي إلى انخفاض الرفع المالي وليس إلى زيادته، ومن هنا فقد أعادت هذه الدراسة الانسجام بين نظرية الرفع المالي وردة فعل السوق تجاه هذا النوع من الإصدارات، أما نظرية المحتوى الإعلامي فالمتوقع أن تحمل جميع إصدارات الملكية أشارت (دلالات) سلبية للسوق وبالتالي تخفيض سعر سهم الشركة المصدرة، والعكس صحيح بالنسبة لإصدارات الدين، فقد أثبتت الدراسات التي اختبرتها صحة هذه التوقعات .ففي دراسة ترافلوس حول أثر نوع التمويل في عمليات الاندماج والانضمام على قيمة أسهم الشركات (1987 Travlos).

القابضة عند الإعلان عن الصفقة، تبين أن السوق يستجيب بشكل سلبي (أو إيجابي) لإصدارات الأسهم (أو السندات) في تمويل عمليات الاندماج. وباختصار فإن الدليل المتوفر حول تأثير نوع الإصدار التمويلي على قيمة أسهم الشركة بالسوق يؤيد ما ذهبت إليه توقعات النظريتين السابقتين (نظرية الرفع المالي ونظرية المحتوى الإعلامي) بخصوص أفضليات مصادر التمويل.

تكلفة رأس المال:

تكلفة رأس المال تعني تكلفة مصادر التمويل المختلفة والتي تستخدمها الشركة في تمويل استثماراتها طويلة الأجل ومن هذه المصادر، الإقتراض، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية والأرباح المحجوزة، ولحساب تكلفة رأس المال المرجحة أهمية كبيرة خاصة عند استخدامها لتحديد الجدوى الاقتصادية للمشاريع المختلفة .فعند استخدام صافي القيمة الحالية يتم استخدام تكلفة رأس المال كمعدل خصم، أما عند استخدام معدل العائد الداخلي فيتم مقارنة هذا المعدل مع تكلفة رأس المال حتى نستطيع اتخاذ قرار بالاستثمار أو عدم الاستثمار في المشروع.

وفي كل الحالات فإن انخفاض تكلفة رأس المال يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة، وكلفة رأس المال التي يتم استخدامها هي تكلفة رأس المال المرجحة والتي يتم حسابها عن طريق إيجاد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وترجيحها بما يتناسب مع مجموع المصادر.

ولابد من الإشارة هنا إلى أن تكلفة التمويل لكل مصدر من مصادر التمويل هي عبارة عن العائد الذي يجب أن تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الشركة لتتمكن من تسويقها وقبولها من قبل المستثمرين في الأسواق المالية، وبناءً على ذلك فإن تكلفة التمويل تختلف باختلاف مصدر التمويل بسبب اختلاف معدل العائد المطلوب والذي يتغير تبعًا لخطر الأوراق المالية الناتجة عن مصدر التمويل، إذ أن العائد المطلوب على الاستثمار يتناسب طرديًا مع خطر الاستثمار. ومثال ذلك يعتبر التمويل بالدين عن الطريق إصدار سندات أرخص مصادر التمويل لأنها الأقل خطرًا من وجهة

نظر المستثمر؛ لأن السندات تحصل على الفائدة قبل توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة والعادية، وفي حالة إفلاس الشركة فإن سندات الدين لها حق أولوية على غيرها من المصادر الأخرى، وبناءً على ذلك فالمستثمرون يطلبون معدل فائدة على السندات أقل من العائد المطلوب لشراء الأسهم العادية أو الممتازة.

كما أن معدل الفائدة على السندات عادة أقل من معدل الفائدة على القروض المصرفية إذا تساوت الآجال؛ لأن سندات الدين أكثر سيوله من القروض ويمكن تداولها في الأسواق المالية، إلا أنه لابد من الإشارة أنه إذا احتاجت بعض المؤسسات العاملة في الأسواق النقدية المتطورة إلى سيولة تقوم ببيع جزء من قروضها إلى بنك آخر بخصم من قيمتها الاسمية، إذ يتابع البنك المشتري عمليه تحصيل الفوائد وسداد القروض، أما بالنسبة للأسهم الممتازة فانها أعلى تكلفة من الاقتراض، ولكنها أقل تكلفة من الأسهم العادية لأن الاستثمار في الأسهم الممتازة أكثر مخاطرة من الاستثمار في السندات وأقل مخاطرة من الاستثمار في الأسهم العادية.

وسنقوم فيما يلي بحساب تكلفة كل من مصادر التمويل التالية:

أولا: كلفة الديون:

إن تكلفة الدين على الشركة هو عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للقبول باقراض الشركة.

وهناك عدة حالات لحساب تكلفة الديون منها:

أ .تكلفة القروض التي تسدد بالتقسيط حسب جدول زمني محدد:

في هذه الحالة إن تكلفة الدين تساوي معدل الخصم الذي يجعل قيمة القرض الذي تم الحصول عليه مساويًا للقيمة الحالية للفوائد المسددة زائد القيمة الحالية للمبلغ المسدد، ويتم استخدام المعادلة التالية لايجاد تكلفة الدين:

قيمة القرض الذي تم الحصول عليه =

مجموع الفوائد + المبلغ الأصلي المقترض (١+ع) ن   (١+ع) ن .

وفي هذه الحالة فإن قيمة (ع) تمثل التكلفة الفعلية للقرض، ويمكن إيجاد قيمة (ع) عن طريق التجربة والخطأ .وبسبب صعوبة استخدام هذه المعادلة، ونحتاج إلى وقت طويل لإيجاد قيمة (ع) خاصة، إذا كان القرض يسدد على عدد كبير من الأقساط، لذلك يمكن استخدام المعادلة التالية لإيجاد تكلفة الدين مباشرة:

إجمالي الفائدة المستحقة × عدد دفعات تسديد القرض في السنة × تكلفة القرض (ع) = ٢

قيمة القرض الممنوح (إجمالي عدد دفعات القرض + ١)

ف × ن ١ × ع = ٢ (أ ن + ١)

مثال:

اقترضت إحدى الشركات مبلغ ٢٠٠٠ جنيه سوداني بفائدة ٦ %سنويًا، وتم الاتفاق على تسديد هذا القرض على دفعات شهرية متساوية على مدى سنتين.

المطلوب: إيجاد التكلفة الفعلية لهذا الدين قبل الضريبة وبعدها إذا كانت معدل الضريبة ٤٠٪

ع = ٢ن ١ف أ (ن +١)

١٢ دفعة في السنة (شهرية). = ن ١

٢٤٠ جنيه سوداني = .٢ × ٢٠٠٠ % × إجمالي الفائدة (ف) =٦

٢٤ فترة= .٢ ×أ = ٢٠٠٠ جنيه سوداني. ن (عدد الدفعات) =١٢

%٥٢.١١ = ٥٧٦٠ = ٢٤٠ × ١٢ × ع = ٢

٥٠٠٠٠ (٢٤+١) ٢٠٠٠

وهي التكلفة قبل الضريبة الفعلية لهذا القرض، لذلك عند قياس تكلفة الدين لابد من استخدام التكلفة الفعلية لهذا الدين وليس معدل الفائدة الاسمية، ونلاحظ أن الفائدة الفعلية أكبر من الفائدة الاسمية والسبب في ذلك أن الشركة لم تستفد من كامل المبلغ طيلة الفترة؛ لأنها تبدأ بالتسديد مباشرة بعد أخذ القرض.

% ٥٢.١١ = (١-٠.٤٠) = (٩.٦%) %تكلفة الدين بعد الضريبة

ب .تكلفة الديون التي تستحق دفعة واحدة بعد فترة زمنية معينة:

في هذه الحالة أيضًا تكون تكلفة الدين هي معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للفوائد زائد القيمة الحالية للقيمة الاسمية للدين يساوي قيمة الدين، وهذه الحالة يمكن استخدامها لإيجاد تكلفة السندات، والسندات إما أن تصدر بالقيمة الاسمية، أو بعلاوة إصدار أو بخصم إصدار، وسنناقش كلاً من هذه الحالات على حداه.

١ . عندما تصدر السندات بنفس القيمة الاسمية:

تكون المعادلة الأساسية التي سيتم الاعتماد عليها في كل الحالات.

٢ . عندما تصدر السندات بعلاوة إصدار:

يتم - في هذه الحالة - بيع السندات بقيمة أكبر من قيمتها الاسمية، وتنشأ عندما يكون معدل الفائدة السائد في السوق أقل من معدل الفائدة على السندات، وتعتبر هذه العلاوة تعويضًا للشركة عن فرق سعر الفائدة.

مثال:

أصدرت إحدى الشركات سندات قيمتها الاسمية ١٠٠٠ جنيه سوداني وبمعدل فائدة ١٠% ، وبيع السند بقيمة ١١٠٠ جنيه سوداني ومدة السند ٥ سنوات، فما هي كلفة هذا الدين قبل وبعد الضريبة إذا كان معدل الضريبة يساوي ٤٠٪؟

٣ . عندما تصدر السندات بخصم إصدار:

يتم - في هذه الحالة - بيع السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، وتنشأ هذه الحالة عندما يكون معدل الفائدة السائد في السوق أكبر من معدل الفائدة على السندات، لذلك يشتري المستثمر السند بأقل من قيمته الاسمية، ويسترده في تاريخ الاستحقاق بنفس قيمته الاسمية، ويعتبر ذلك تعويضًا للمستثمر عن فرق سعر الفائدة.

يلاحظ من الأمثلة السابقة طرح ٤٠ % من تكلفة الفائدة وهو معدل الضريبة، والسبب في ذلك أن مصروف الفائدة يخصم من الإيرادات لغرض حساب ضريبة الدخل، مما يعني أن الدولة تتحمل جزءًا من الفوائد مساويًا

لنسبة الضريبة المذكورة، لذلك فان الوفورات الضريبية تقلل من كلفة الدين.

ثانيًا: تكلفة الأسهم الممتازة:

إن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للاستثمار في هذه الأسهم، وبما أنها أوراق مالية لا يوجد لها تاريخ استحقاق (أبدية)، وتوزع أرباحًا ثابتة، لذلك فإن العائد المطلوب في هذه الحالة يساوي التوزيعات مقسومة على سعر بيع السهم في السوق، وذلك بعد معالجة تكاليف الإصدار، وتكون معادلة تكلفة الأسهم الممتازة على النحو التالي:

مثال:

أصدرت إحدى الشركات أسهمًا ممتازة القيمة الاسمية للسهم ١٠٠ جنيه سوداني ويباع في السوق بنفس السعر، وقد بلغت مصروفات الإصدار ٥.٢ % وكانت الشركة توزع أرباحًا بنسبة ٧.١١ % فما هي تكلفة هذا السهم.

٧.١١ جنيه سوداني = ١٠٠ % × التوزيعات = ٧.١١

1 2.5%ع100 = 11.7 وهي تكلفة السهم الممتاز= ١٢ %

ولا يحتاج حساب الكلفة هنا إلى معالجة ضريبية، لأن مقسوم الأرباح لا يعامل ضريبيًا على أنه ضمن المصروفات، بل يعتبر توزيعًا للأرباح الصافية.

ثالثًا: تكلفة الأسهم العادية:

إن تكلفة الأسهم العادية تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للاستثمار في هذه الأسهم، ويتم استخدام المعادلة التالية لايجاد معدل العائد المطلوب.

مثال:

اشترى أحد المستثمرين سهمًا عاديًا لإحدى الشركات بسعر ١٠٠ جنيه سوداني، وكان يتوقع توزيع أرباح بمقدار ١٠ دنانير ومن المتوقع أن يصبح سعر السهم بعد سنة ١٢٥ جنيه سوداني، فما هي التكلفة الأولية للأسهم العادية؟

نلاحظ أن هذا السهم لم يتم إصداره وهو متداول في السوق، ومن الصعب تحديد تكلفة الإصدار، لذلك نسميها في هذه الحالة التكلفة الأولية.

١٠ = ت ١

س = ١٠٠

٢٥% = نسبة النمو = ٢٥

١٠٠

التكاليف = صفر

ع100 =

٣٥% = ١٠٢٥ +

مثال:

أصدرت إحدى الشركات أسهمًا عادية ويمكن أن يباع السهم في السوق ب ٢٠٠ جنيه سوداني، ويتقاضى بنك الاستثمار نسبة ١٠ % مقابل أتعاب، من المتوقع أن يكون سعر السهم خلال سنة ٢٥٠ جنيه سوداني، وستوزع أرباح بمقدار ٢٠ جنيه سودانيا للسهم، فما هي تكلفة الأسهم العادية في هذه الحالة؟

٢٠ = ت ١ س = ٢٠٠ نسبة النمو200 =

% 250 ٢٥200= %التكاليف = ١٠

1 10%ع200 = 20

% = 180 ٢٥+ %١١.٣٦20 + 25% =

رابعًا: كلفة الأرباح المحجوزة:

كلفة الأرباح المحجوزة هي كلفة الفرصة البديلة المتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين، وهي من الناحية النظرية تساوي التكلفة الأولية للتمويل بالملكية (الأسهم العادية)، ويمكن تشبيه التمويل عن طريق الأرباح المحجوزة وكأن الشركة قد وزعت الأرباح على المساهمين، وأصدرت لهم أسهمًا عادية جديدة، واشترت هذه الأسهم منهم دون اللجوء إلى بنوك الاستثمار، لذلك ستكون تكلفة الأرباح المحجوزة تساوي العائد

المطلوب من قبل المساهمين للاستثمار في أسهم الشركة، ويمكن القول أنها تساوي التكلفة الأولية للتمويل بالملكية.

أما من الناحية العملية فإن تكلفة الأرباح المحجوزة قد تكون أقل من التكلفة الأولية للتمويل بالملكية، وبخاصة إذا كانت الأرباح الموزعة على المساهمين خاضعة لضريبة الدخل، وكذلك إعادة استثمار هذه الأرباح يحتاج إلى عمولة تدفع لشركات الوساطة، وبناء على ذلك يمكن القول بأن تكلفة

الأرباح المحجوزة أقل من التكلفة الأولية للتمويل بالملكية بواحد – نسبة الضريبة مضروبة بواحد ناقص معدل عمولة الوساطة، فتصبح تكلفة الأرباح المحجوزة كما يلي:

كلفة الأرباح المحجوزة = التكلفة الأولية للتمويل بالملكية

(١ -سبة الضريبة) (١ -سبة العمولة)

مثال:

لو استخدمنا المعلومات الموجودة في المثال السابق عندما كانت التكلفة الأولية تساوي ٣٥٪ وأن نسبة الضريبة ٣٠ % وعمولة إعادة استثمار الأرباح تساوي ٥%، فما هي تكلفة الأرباح المحجوزة؟

%تكلفة الأرباح المحجوزة = ٣٥ (١-٣٠%) (١-٥%)

=٣٥ × ٧٠% × ٩٥%

=٢٨.٢٣%

نلاحظ أن تكلفة الأرباح المحجوزة أقل من تكلفة الأسهم العادية، بسبب توفير الضريبة والعمولة على المساهمين، لذلك من المنطق أن يكون العائد المطلوب من قبل المساهمين أقل.

التكلفة المرجحة لرأس المال:

Weighted Average Cost of Capital

تسعى إدارة الشركة عادة للوصول إلى الهيكل الأمثل لرأس المال الذي هو مزيج من المديونية والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحجوزة الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة.

ويمكن إيجاد التكلفة المرجحة لرأس المال عن طريق ايجاد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وحده، ثم ضرب هذه التكلفة في نسبة هذا المصدر إلى مجموع المصادر، ثم يتم جمع تكلفة كل العناصر التي تساوي بمجموعها التكلفة المرجحة لرأس المال.

أهمية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال: WACC

نستطيع الخروج على ضوء ما ذكر في الفصول السابقة بنتيجة مفادها بأن تكاليف مصادر التمويل تختلف باختلاف درجة المخاطرة المرتبطة بكل منها، وذلك عملا بالمقولة التي تقول بالعلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة (كما سنرى ذلك في الفصول اللاحقة، وتقاس تكلفة مصدر التمويل اذ تكون من، (Internal Rate of Return) بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل العائد الداخلي وجهة نظر الممول مماثلة لمعدل الخصم الذي ستتساوى عنده القيمة الحالية للعوائد النقدية المتوقع استلامها طيلة فترة اقتنائه للورقة المالية، إضافة الى مبلغ التمويل الذي زوّده أصلا للشركة.

ومع اختلاف الهيكل التمويلي من شركة لأخرى يختلف المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ويعتبر هذا المقياس ذا أهمية بالغة في تقييم المشاريع الاستثمارية الرأسمالية للشركة، (WACC) فقد يستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية المرتبطة بالاستثمار أو كمعيار، (Capital Budgeting) لرفض أو قبول بدائل الاستثمار المتاحة .وبالتالي، فكلما انخفض هذا المعدل ازدادت قدرة الشركة التنافسية للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة التي هي في الغالب محدودة، ومن هنا تنبع أهمية العلاقة بين الهيكل التمويلي وتكلفته من جهة، والقيمة السوقية للشركة من جهة أخرى، ولتعظيم هذه القيمة، الذي هو في النهاية هدف الشركة الرئيس، لا بد من الوصول إلى مزيج تمويلي يضمن أقل التكاليف.

الفصل الرابع
العائد والمخاطر في التمويل والاستثمار

تعريف العائد:

هناك عدة تعريفات للعائد ونتناول أهم التعريفات في ما يلي:

العائد هو ما يعود إلي الشيء ونقول عائد العمل نعني بها الأجور ونقول عائد الاستثمار نعني به الأموال الإضافية التي تعود إلي المستثمر زيادة عما أنفقه كما أن الربح الذي يظهر في قائمة الدخل هو عائد المشروع عن الفترة التي غطتها قائمة الدخل [1].

من ذلك التعريف السابق يرى ذلك الباحث أن عائد الاستثمار (هو الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة أو الفرق بين المنافع والتكاليف)[2].

أما في الاقتصاد فالعائد تسمية أخرى للكفاية الحدية لرأس المال فالعائد له دور أساسي في توجيه الأموال بين المشاريع القريبة والقطاعات الاقتصادية المختلفة [3].

ففي نظام السوق يتجه الاستثمارات نحو المشاريع الأكثر ربحاً وإلي القطاعات المجزية وأحجامها على المشاريع والقطاعات ذات العائد المنخفض.

إن الربح الذي تسعى إليه المنشأة هو الربح المحاسبي الذي يعبر عنه بزيادة قيمة مبيعات المنشأة من السلع والخدمات وتخزينها وتسويقها[4]وتحمل الربحية في المنشأة أكثر من مفهوم ومعنى فقد تعني بالربحية طويلة الأجل والربحية قصيرة الأجل، فالربحية في المدى القصير (هي عبارة عن الإيرادات مطروحاً منها النفقات)[5].

---

(١) سليمان أو صبحا، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات للنشر – القاهرة، ٢٠٠٨م، ص ص٤٤-٥٠.

(٢) مرجع سابق، ص ص٤٤-٥٠.

(٣) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، ٢٠٠٤م،د ن، ص٩٩.

(٤) عبد القادر محمد أحمد عبد الله، أساسيات الإدارة المالية، خالد بن عبد العزيز السهلاري، الشامل للطباعة والنشر، ١٤٣٠هـ، ٢٠٠٩م، ص١٢.

(٥) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، مرجع سابق، ص١٠٠.

أما الربح في المدى الطويل فله عدة مدلولات فهو: (إنا نصيب السهم من الأرباح المنخفضة أو العائد على الاستثمار أو العائد على حقوق الملكية)[1].

أيضاً العائد هو: (المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأصوله بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه) [2].

(هو المكافأة التي يتمنى المستثمر بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر عن أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل)[3].

مما سبق يتضح أن التعريف الشامل هو التعريف رقم (١) وذلك للآتي:

لأنه أضاف إلي العائد بشكل عام بأنه يشمل جميع ما يعود على الأفراد من دخول والمؤسسات من وفورات وشمل أيضاً تحديد نوعية التدفقات والمظاهر الذي يخرج به العائد والفترة المحددة التي يغطيها هذا المقدار من العائد ومقدرته على غطاء تكاليف ومستلزمات المنشأة.

ومن مما سبق يرى الباحثون أن مفهوم العائد هو ما يعود على المنشأة من أرباح بصرف النظر على مصدر تلك الأرباح فقد تكون أرباح من ناتج طرح التدفقات النقدية الخارجة وذلك على مدى فترة محددة أو من الاستثمار في الأسهم والسندات وذلك من الأرباح المنفقة أو المحتجزة أو من العائد على رأس المال أو من مصادر أخرى. إذا العائد له المقدرة الكبيرة في تسيير المشاريع أو عدم تسيرها ووضعها في مستوى عالي من الأمان.

المطلب الثاني: أنواع العوائد:

١/ العوائد البنكية:

تتمثل هذه العوائد في الإيرادات البنكية، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

إيرادات الفوائد: (هي مجموع الفوائد المكتسبة على كل أصول البنك، كالقروض والودائع لدى مؤسسات أخرى، والأوراق المالية، فهي إيرادات تنتج عن استثمار أموال البنك)[4].

---

(١) مرجع سابق، ص١٠٠.

(٢) محمد مطر، إدارة الاستثمار، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م، ص٢٢.

(٣) مرجع سابق، ص٢٣.

(٤) عبد الحميد مصطفى أبو نعام، أساسيات الإدارة المالية، مدرسة إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، د ن، د ت، ص٣٦.

أ/ فوائد الأرصدة الدائنة لدى المصارف العملية والمراسلين في الخارج:

حيث أنه عوضاً من أن يحتفظ البنك بالمبلغ عاطلة دون استخدام، فغنه يوزعها لدى أحد المصارف العملية التي تكون بحاجة إليها، ويحصل مقابل ذلك على فائدة بالسعر السائد في السوق، أما بالنسبة للأرصدة الدائنة لدى المراسلين في الخارج، فهي تتعلق بالتجارة الدولية فهناك بلاد تمنع عليها فوائد وأخرى لا تمنع عليها فائدة [1].

ب/ فوائد الفروض والسلفيات ومحفظة الأوراق المالية والتجارية:

حيث تمثل القروض والسلفيات أهم عنصر من عناصر إيرادات هذه البنوك، أما بالنسبة للأوراق المالية، من المصارف تستثمر جانباً من أموالها في شراء هذه الأوراق، وتتمثل أهم عناصر إيرادات الاستثمارات المالية في أرباح الأسهم، فوائد السندات، أرباح بيع الأسهم والسندات، أما الجزء الآخر الذي تحقق البنوك منه إيراد هو قيامها بخصم الأوراق التجارية، خاصة الكمبيالات المخصوصة[2].

ج/ عمولات مقبوضة:

أهمها تلك التي يحصلها المصرف التجاري من فتح الإعتمادات المستندة. وإصدار خطابات الضمان وأيضا إيرادات خدمات الأوراق المالية مثل شراء أو بيع الأوراق المالية لمصلحة العملاء[3].

د/ عوائد الأسهم محصلة أو مدفوعة:

لأن العائد المحتمل غير مؤكد. فإنه من المفضل عمل توزيع احتمالي، بمعنى تقدير العائد المحتمل في ظل ظروف اقتصادية واحتمالات حدوثها، تم تقدير العائد المرجع بالاحتمالات والذي يسمى بالعائد المتوقع.

معدل العائد المطلوب:

هو العائد الذي يطلبه (يأمل في تحقيقه) المستثمر حتى يقبل على شراء السهم. حيث أن العائد الخالي من الخطر هو سعر الفائدة الخالي من الخطر.

---

(١) www.palstar.net

(٢) موقع سبق ذكره.

(٣) www.palstar.net

أما بدل المخاطرة فهو جزء من العائد يحصل عليه المستثمر لكي يعوضه عن المخاطرة [1].

عوائد السندات محصلة أو مدفوعة: وهناك أكثر من مفهوم للعائد.

العائد الاسمي: أي سعر الفائدة المسمى في السند عند إصداره.

معدل العائد المرتقب: هو العائد المركب المتوقع تحقيقه طوال فترة السند حتى تاريخ استحقاقه، ويتم حسابه بالتقريب[2].

٢/ العوائد المباشرة وغير المباشرة:

عندما يتم إنتاج سلعة معينة فإن الهدف هو إشباع طلب خاص أو طلب عام. إن تقييم الاشباعات التي تتحقق مباشرة بالسلعة تسمى إشباع أولي ولكن إنتاج هذه السلعة والخدمات قد يساعد بطريق غير مباشرة على تحقيق أهداف أخرى لم تدخل في التقييم الأولي. وتسمى هذه العوائد الغير مباشرة على العوائد الأولى وعوائد غير مباشرة على العوائد الثانوية.

ويضرب لذلك مثل بأن العوائد الأولية لإنتاج الراديو والتلفزيون هو إشباع حاجة لها. ولكن انتشار الراديو والتلفزيون سيساعد على الإقلال من الأمية وعليه فلابد من أن يأخذ التقييم الاجتماعي ذلك في الحسبان[3].

٣/ عوائد إعادة التوزيع:

إذ كان إعادة توزيع الدخل أحد الأهداف القومية فإن الدور الذي يحققه مواطن غني له قيمة اجتماعية أقل من الدور الذي يحققه مواطن فقير. إن العوائد لأي مشروع إذن يجب تقيمه طبق لهدف إعادة توزيع الدخل[4].

٤/ العائد على الاستثمار:

ويسمى أيضاً العائد على مجموع الأصول: (وهو مقياس شامل للكفاءة ويسعى المديرون في المشاريع إلي زيادته لأنه يعبر عن مدى نجاحهم في إدارة الأصول وتسخيرها لتوليد الأرباح حيث أنه يعبر عن مدى قدرة المستثمرين في الأصول في توليد أرباح بالعادلة التالية[5]:

---

(١) موقع سبق ذكره.
(٢) موقع سبق ذكره.
(٣) www.islamtin.go.frrum.net
(٤) www.islamtin.go.frrum.net
(٥) موقع سبق ذكره.

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول المستثمرة}} \times ١٠٠٪.$$

٥/ العائد على القيمة الصافية:

أي العائد على أموال أصحاب المشروع أو العائد على حقوق المساهمين والمقصود بأصحاب المشروع أو المساهمين هنا (المساهمين العاديين أو حملة الأسهم العادية) (وهو مقياس شامل أيضاً تحرص إدارة المشروع على زيادته لأنه يعطي مؤشراً على مدى نجاحها في استثمار أموال أصحاب المشروع) (١).

ويقاس بالمعادلة التالية:

العائد على القيمة الصافية =

٦/ العائد الحقيقي أو العائد الجاري:

بعيد عن قدرة الجنيه المستثمر في شراء سهم المشروع على توليد الأرباح عند شرائه $= \frac{\text{صافي الربح الموزع للسهم}}{\text{سعر السهم في السوق}} \times ١٠٠٪$.

٧/ عوائد غير قابلة للقياس:

هناك عوائد غير قابلة للقياس في الوقت الحالي حيث لا يمكن بسهولة وضع قيمة مالية له لذا كان هناك مشروع يحقق تخفيض لتلوث الجو فإنه من الصعب وضع حسابات دقيقة عن هذا النوع من العوائد.

طرق قياس العوائد:

العائد على حقوق الملكية:

يستخدم كتاب الإدارة المالية تسميات أخرى تعطي نفس المضمون مثل العائد على القيمة الصافية أو العائد على أموال أصحاب المشروع وهو مقياس لمدى كفاءة العاملين في استقلال أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح التي يرضون بها، ويتم حساب العائد على حقوق الملكية بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{حقوق الملكية}} \times ١٠٠٪$$

(١) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، رجع سبق ذكره، ص٢٦٨.

ويقصد بصافي الربح هو ذلك الجزء من الأرباح المحاسبية الخاصة بحملة الأسهم العادية.

العائد على رأس المال:

وله تسميات مختلفة مثل العائد على الاستثمار أو العائد على إجمالي الأصول وهو مقياس آخر لمدى كفاءة الشركة والعاملين فيها على استقلال الموجودات لتوليد الأرباح، ويمكن إيجاد العائد على رأس المال باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{العائد على رأس المال} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times ١٠٠\%$$

ويقصد بصافي الأصول، إجمالي الأصول مخصوماً منها الاستهلاك المتراكم، حيث يعبر الجواب عن قدرة الجنيه الواحد المستثمر في موجودات الشركة على تحقيق الربح الصافي (المحاسبي)(١).

العائد على السهم:

يقاس العائد على السهم بأحد المقاييس التالية:

١/ نصيب السهم العائد من الأرباح المحققة:

ويرمز له بالرمز EPS اختصاراً Earning Per Share وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام، وتبذل الشركات جهدها لزيادته حيث أنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الأسهم، ويمكن استخراج نصيب السهم من الأرباح المحققة (قبل توزيعها) باستخدام المعادلة التالية (٢):

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}} \times ١٠٠\%$$

٢/ نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة: (DPS)

ويرمز له بالرمز (DPS) وهو اختصار للكلمات Share Dividends Per ويعتبر مقياساً أخر من مقاييس السوق، يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم

---

(١) خالد رهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان: دار الميسرة، ١٩٩٩م، ص ص٣٧٨-٣٧٩.

(٢) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٨٢م، ص ص٤٦-٤٧-٤٨.

من نقود (أرباح) لقاء وجود هذا السهم في محفظته ويمكن استخراجه كما يلي[1]:

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = $\frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$

الربح الجاري للسهم:

يعتبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقيم السهم أن يقيس قدرة الدينار الذي سيدفقه المستثمر ثمناً للسهم في حالة شرائه على توليد الربح، ويمكن استخراجه بالمعادلة التالية[2]:

الربح الجاري للسهم = $\frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} \times ١٠٠\%$

وهناك علاقة عكسية بين الربح الجاري للسهم والقيمة السوقية، فإذا زادت القيمة السوقية للسهم هبط الربح الجاري له، والعكس من ذلك صحيح، والسبب هو أن القيمة السوقية يحددها عامل السوق (العرض والطلب) وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار، فهي متقلبة خلال التعامل اليومي مما يؤدي إلي ما يلي:

إعادة تقييم سمعة الشركة ومركزها المالي، من خلال توقعات المستثمرين لنتائج الأعمال التشغيلية، والأرباح التي ستوزعها، ونظراً لاختلاف النفقات التي تخدم مصالح بعضهم، مما يؤدي إلي التأثير على ارتفاع أسعار أو نقصانها بصورة مبالغاً فيها.

تتأثر القيمة السوقية بالحالة الاقتصادية التي يمر بها السوق ففي حالة الكساد يؤثر التضخم على أسعار الأسهم[3].

الربح لفترة الاقتناء:

عندما يقتني المستثمر سهماً كان قد إشتراه بثمن معين يبيعه بعد ذلك فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا السهم هو [4]:

---

(١) علي عباس، الإدارة المالية، مؤسسة زهران للطباعة والنشر، الجامعة الأردنية، ١٩٩٤م، ص ص١٣٦-١٣٧.

(٢) علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص١٣٨.

(٣) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سابق، ص٤٨.

(٤) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سابق.

$$\text{سعر البيع – سعر الشراء} + \frac{\text{مايكون قد قبضة من أرباح أو فوائد}}{\text{سعر الشراء}} \times ١٠٠\%$$

وهذا المقياس أكثر العائد واقعية.

وهناك أمثلة على طرق قياس العائد:

مثال على العائد على الاستثمار أو على مجموع الأصول:

إذا كانت أرباح الشركة الصافية بعد الضرائب (١٠) ألف جنيه ومجموع الأصول فيها (أو مجموع الأموال المستثمر فيها) يساوي (٣٢٠) ألف جينة[١].

المطلوب:

استخراج العائد على الاستثمار:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times ١٠٠\%$$

$$= \frac{40}{320} \times ١٠٠\% = ١٢,٥\%$$

مثال نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:

إذا كان عدد الأسهم العادية في المثال السابق (٤- ٢) (١٠٠) ألف سهم فالمطلوب هو استخراج EPS.

الحل: الأرباح الخاصة بحملة الأسهم العادية = ٦٠- ٤٠ للأسهم الممتازة = ٥٦ ألف جنيه.

$$EPS = \frac{56}{100} = ٠,٥٦$$ جنيه[٢].

مثال نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:

إذا أرادت الشركة في المثال السابق (٤- ٣) أن توزع ١٥٪ أرباحاً على الأسهم العادية وكانت القيمة الاسمية للسهم العادي جنيهاً واحداً استخرج نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة [٣].

الحل: ١٥٪ × ١ جنيه القيمة الاسمية = ٠,١٥ جنيه نصيبه من الأرباح الموزعة.

---

(١) مرجع سابق.

(٢) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سابق.

(٣) مرجع سابق.

مثال الربح الجاري للسهم:

بالرجوع إلي المثال السابق إذا كان نصيب السهم من الأرباح الموزعة (٠,١٥) جنيه ويباع في السوق بسعر (٣) جنيه استخرج ربحه الجاري[1].

الحل: الربح الجاري للسهم = $\frac{\text{نصيبه من الأرباح الموزعة}}{\text{سعره في السوق}}$ × ١٠٠٪

= $\frac{0.15}{3}$ × ١٠٠٪ = ٥٪

مما سبق يتضح أن التعريف الشامل هو التعريف رقم (١).

وذلك للآتي: أنه إضافة أن العائد بشكل عام هو الذي شمل جميع ما يعود عليه الأفراد من دخول والمؤسسات من وفورات وشمل أيضاً تحديد نوعية التدفقات أو المظاهر الذي يخرج به العائد والفترة المحددة التي يغطيها هذا المقدار من العائد ومقدرته على غطاء تكاليف ومستلزمات المنشأة.

ومن مما سبق يرى الباحثون أن مفهوم العائد هو ما يعود على المنشاة من أرباح بصرف النظر عن مصدر تلك الأرباح فقد تكون أرباح من ناتج طرح التدفقات النقدية الخارجة وذلك على مدى فترة محددة أو من الاستثمار في الأسهم في السندات وذلك من الأرباح المتفق أو المحتجزة أو من العائد على رأس المال أو من مصادر أخرى.

إذا العائد له المقدرة الكبيرة في تسيير المشاريع أو عدم تسيرها ووضعها في مستوى عالي من الأمان.

أهمية العائد:

تتمثل العوائد الهدف الأساسي للمنشآت التي تسعى إلي تحقيق أرباح تزيد ممن تكاليفها والتزاماتها المطلوبة منها ومن ناحية المساهمين فإن العوائد تمثل لديهم كل ما يوزع على المساهمين من أرباح ثانوية بالإضافة إلي الربح الرأسمالي الناتج عن الزيادة في القيمة السوقية بسعر السهم.

أما من جهة منشآت الأعمال فإن الربح يمثل لهم أهمية كبيرة لأن الهدف الأساسي الذي قامت عليه هذه المنشآت هو تحقيق أكبر قدر من العوائد فإنه

---

(١) مرجع سابق.

يعني أن تزيد المخرجات عن المدخلات وهو ما يعبر عن الكفاءة الاقتصادية وهنا يجب على الإدارة اتخاذ القرارات التي تعمل على الاستقلال الأمثل للموارد المتاحة حتى تتمكن من زيادة الأرباح الكلية للمنشأة [1].

كما أن للعائد أهمية كبير في تحديد قيمة المنشآت السوقية كما له المقدرة على ضمان سير عمليات المنشآت في المسار الصحيح وذلك لأنه قادر على ضمان تسديد التزامات المنشأة مع وجود فائض يغطي أية الأرباح المتفق علي تسديدها للمساهمين.

وللعائد أهمية كبيرة أيضاً فهو الأساس الذي يرتكز عليه تحديد الاستثمار الراد الاستثمار فيها فيتم اختيار الأرباح لزيادة الربحية الاقتصادية للوحدة أو المنشآت [2].

كما أن للعوائد أهمية كبيرة بالنسبة لكل مراحل النشاط الإنتاجي والخدمي وذلك لأن الدائنين يهمهم معرفة كيفية استعمال الشركة مصادر الربحية لتستطيع في المستقبل دفع الفوائد وأصل القرض.

كما أن الملاك يهتمون أيضاً بمقدار العوائد المحققة في الوحدة الاقتصادية ومقدار ربحيتها الاقتصادية حتى تصبح قيمة الأسهم أكثر ارتفاعاً مما يعود عليهم بالمنفعة.

لذلك يتوجب على الإدارة أن تظهر أنها قادرة على إدارة أصول الشركة وتحقيق أهدافهم ومطالبهم، ولأن الإدارة الفعالة هي القادرة على مقابلة تنبؤات الربحية لمالك الوحدة الاقتصادية وكل الجهات التي يهمها هذا الأمر يتم تعميمها على كل أرجاء الشركة.

وذلك لأن المدراء يسعون دائماً لتحقيق هذه الأهداف وتحقيق سقف الأمان من الربحية لضمان بقاء الشركة واستمرارية أعمالها[3]. كما يعتبر العائد مقياس واحد للنجاح، بحيث له المقدرة على المقارنة والحكم وذلك في تحديد النتيجة من بيان علاقة الربح والأصول المستخدمة[4].

---

(١) عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد عبد العزيز السهلاوي، أساسيات الإدارة المالية،(القاهرة: الشامل للطباعة والنشر، ٢٠٠٩م)، ص١٢.

(٢) الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net، ٢٠١١/٣/٤.

(٣) الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net، ٢٠١١/٣/٤.

(٤) شوقي حسين عبد الله، التمويل الإدارة مدخل حديث، القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٧١م، ص ص٥١-٥٢.

أهداف العوائد:

أحد أهداف المحاسبة هو تحديد نتيجة أعمال الوحدة الاقتصادية من ربح أو خسارة وذلك بمقارنة الإيرادات بالنفقات والمصروفات والأعباء التي تحملتها الوحدة وذلك لأن العاملان الأساسيات في تحديد العائد هما الإيراد والمصروف لابد من أخذهما في الاعتبار عند تحديده (١).

وتتمثل أهدافه في الآتي:

أولاً: قياس أداء الإدارة فمقياس العائد يعتبر أداة مقبولة ومتزايدة الاستخدام وذلك لأن هدف العائد على الاستثمار يعترف بقيمة رأس المال لأصحاب المشروع واستخدامه بفائدة في نواحي أنشطة مختلفة ولأن رأس المال قلما يكون متاحاً للمشروع بكميات غير محدودة، وأيضاً لأنه يحدد ربحاً على الاستخدام الاقتصادي لرأس المال في المشروع، كما أن استخدام العائد كمقياس للأداء يشير إلي طرق فسيحة لتحسين الأداء ولأن فكرة العائد على الاستثمار تتمتع بدرجة كبيرة من الفعالية الإدارية لوضوحها ويمكن تطبيقها في جميع عمليات وأقسام الإدارة الداخلية بالمشروع.

ثانياً: تحقيق أكبر قدر من الأرباح إلي رأس المال وذلك لاستبعاد التوسع غير السليم من جانب المديرين وذلك عندما يتأكد المديرين أنه يتوقع معدل معين من كل توسع لذلك يكونون أكثر حذراً.

ثالثاً: يعتبر العائد أداة للرقابة وأداة أيضاً للتخطيط لذلك يهدف من استخدامه إلي التوصل لقرار سليم عند اتخاذ بخصوص التوسع في الأصول وتحديد معدل عائد مناسبة لها (٢).

رابعاً: الزيادة في تحقيق الأرباح بهدف إظهار كفاءات الإنتاجية.

خامساً: يهدف أيضاً إلي تحديد السوق الذي تعمل فيه المنشأة من مجموعة أسواق وذلك لأن العمل في سوق احتكاري يحقق ربح أكبر من العمل في سوق المنافسة بعد دراسة وافية لمجموعة الأسواق.

---

(١) عبد الفاتح الصحن، عمر حنين، دراسات في المحاسبة المالية، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ١٩٨١م، ص٢٢.

(٢) شوقي حسين عبد الله، التمويل الإدارة مدخل حديث، مرجع سابق، ص ص٤٢-٤٤.

سادساً: المحافظة على استقرار الإنتاج إذا كان هدف الإنتاج هو الهدف الرئيسي الذي تقوم عليه المنشآت.

سابعاً: المحافظة على التعهدات التي التزمت بها الشركة على الغير وقضاء التزاماتها الواجبة عليها.

ثامناً: يعمل العائد على استمرارية الشركة في القيام بأعمالها وهذا من شأنه أن يوسع من أعمال الشركة ويؤدي ذلك إلي توفير أكبر لفرص العمل وتقليص معدلات البطالة وخاصة في منشآت القطاع العام.

تاسعاً: رفع معدلات نمو المبيعات والأصول والقيمة المضافة للشركة في المدى الطويل والمحافظة على نصيب الشركة النسبي في السوق وزيادة قدرتها على تحقيق الأرباح في الأجل الطويل وبالتالي زيادة مقدرتها الاحتكارية في السوق وزيادة مقدرتها على رفع الأسعار دون أن يؤثر ذلك على حجم المبيعات، وبالتالي يؤدي ذلك لزيادة الاستقرار في عوائد المنشآت وزيادة تنويع أنشطتها.

عاشراً: ضمان تعظيم الربح الاجتماعي وتدنى التكلفة الاجتماعية للمشروعات(١).

تعريفات المخاطر:

وردت عدة تعريفات للمخاطر وسنتناول أهمها فيما يلي:

تعرف المخاطر على أساس أنها (حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها)(٢) وهذا التعريف على الرغم من أنه يعطي أوضح عدم التأكد عند الفرد أساساً لتحديد الخطر إلا أنه يشترط ضرورة قياس هذه الحالة والتي ليس في جميع الحالات يمكن ذلك لأن المتغيرات المحددة كحالة عدم التأكد تحكمها في كثير من الأحيان أمور معنوية.

كما تعرف المخاطر بأنها (حالة أو وضع يكون فيه احتمال الخسارة وكلما كانت الخسارة المحتملة حدوثها كبيرة الحجم كلما زاد عنصر المخاطرة) (٣).

---

(١) الموقع الالكتروني: www.palstar.net(٢٠١١/٣/٤).

(٢) مختار محمود الهانسين، إبراهيم عبد الغني حمودة، مبادئ الخطر والتأمين، القاهرة: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠١م، ص١٠.

(٣) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، الخرطوم: مطابع السودان للعملة المحدودة، ٢٠٠٦م، ص٤٧.

وتعتبر المخاطرة إحصائياً (احتمال حدوث خطأ ما ويقاس بمقدار الانحراف عن المعدل أو الفائدة ويعرف بأنه حالة عدم التأكد بحصول الربح أو الخسارة)[١].

كما تعرف أيضاً بأنها (احتمال حدوث نتائج غير مرضية إلا أن المخاطر لها معاني كثيرة تختلف باختلاف مجال التطبيق)[٢].

وتعرف المخاطر بأنها (الشك الموضوعي فيما يتعلق بنتيجة موقف معين أي أن الخطر حالة من عدم التأكد)[٣].

وهو نفس التعريف الذي أشار إليه البروفيسور الاقتصادي المعروف ناين Khight وهو أن الخطر (حالة عدم التأكد الممكن قياسها تعريفه فإنه يوجد فرق بين عدم التأكد والخطر)[٤].

تحدث المخاطر عندما يكون هناك احتمال حدوث لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة.

تعرف المخاطر بأنها (حالة تهدر الأشياء وإذا حدثت تؤدي إلي خسارة، هذا المفهوم العام أما في مجال العمل المصرفي تعرف على أنها احتمال تتمكن من تحقيق الأهداف الخاصة بالبنك من خلال الموارد المتاحة، ومعظم المخاطر يغلب عليها الطابع النوعي مما يجعل أثرها قابل للقياس مما يستدعي تحويله إلي كمي قابل للقياس)[٥].

وببساطة شديدة يمكن تعريف المخاطر (Risk) على أنها إمكانية أو احتمال حدوث خسارة (Chance of Loss) وكلما كانت هناك إمكانية للخسارة كلما وصفت الأصول أنها أصول تتضمن على مستوى أعلى من المخاطرة.

---

(١) مختار محمود الهناسين، وإبراهيم عبد الغني حمودة، مرجع سابق، ص٤٧.
(٢) فرد ويستون برجام، التمويل والإدارة، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، الرياض: دار المريخ، د ت، ص٣٥.
(٣) محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مبادئ الخطر والتامين، القاهرة: دار الكتب الأكاديمية لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م، ص١٢.
(٤) محمد توفيق البلقيني وجمال عبد الباقي واصف، مرجع سابق، ص١٢.
(٥) عثمان با بكر، العناصر الأساسية لنظم إدارة المخاطر، الخرطوم: المعهد العالي للدراسات المصرفية، ٢٠٠٢م، ص١٠

وبطريقة أكثر تحديداً فإن مفهوم المخاطرة يمكن استخدامه بطريقة متبادلة مع مفهوم عدم التأكد وكلا المفهومين يشير إلي التغيير أو الاختلاف العائد الذي مكن أن يحققه أي أصل(١).

نذكر تعريف آخر للمخاطرة وهو (الخسائر والأضرار التي تصيب المستثمر نتيجة عدم التأكد والتنبؤ بعوائد الأداء الاستثمارية كالأسهم العادية مثلاً)(٢). والتي يختلف مردودها من عام لآخر تبعاً لعدة ظروف ناهيك عن تحمل الأسهم خسائر في كثير من الأحيان في الوقت الذي تعتبر فيه السندات والأسهم الممتازة خالية من المخاطر إلي حد كبير كونها تحمل عوائد ثابتة رغم تأثيرها بمعدلات التضخم.

يرى الباحثون أن أشمل وأفضل تعريف من التعريفات السابقة هو التعريف الثامن وذلك لأنه شمل على أن المخاطر هي الخطر وهي أيضاً عدم التأكد المتعلقة بالعائد على الإدارة الاستثمارية.

ومن خلال التعريفات السابقة يرى الباحثون أن المخاطر هي احتمال وقوع خسارة والتي قد تكون بدرجات مختلفة حسب طبيعة كل نوع من الاستثمار.

تصنيفات المخاطر وأنواعها:

بأن مفهوم المخاطر مرتبطاً بحالة عدم التأكد والتنبؤ الدقيق بما يستجد من أحداث وتطورات مستقبلية على ضوء المتغيرات وعدم دقة البيانات والمعلومات الإحصائية المتاحة ولذلك ارتباط مفهوم الاستثمار والعائد بالمخاطر بشقيها النظامية وغير النظامية أي المنتظمة والغير المنتظمة على حد سواء وذلك تبعاً للتصنيف التالية:

أولاً: المخاطر المنتظمة:

ويعتبرها بعض المحللين مخاطر كلية لكونها تنشأ عن البيئة والمحيط وتتعلق بالنظم المالي العام، وليس المشروع الاستثماري بحد ذاته دور رئيسي فيها، فهي تؤثر على المستثمرين كافة دونما استثناء والتنوع الاستثماري

---

(١) عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، أساسيات الإدارة المالية، ج١، القاهرة: د ن، د ت، ص١٣٥.

(٢) ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط١، عمان: دار وائل للطباعة والنشر، ١٩٩٩م، ص٣١٦.

حيالها ليس حلاً جذرياً وإنما يخفف من حدتها بقياسها ببعض المعاملات والمعايير.

وتعد التغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية مسببات لهذه المخاطرة المنتظمة ويكون دورها بأحداث تحرك في أسعار معظم الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويكون هذا التحرك بالاتجاه نفسه لذلك تكون مبيعات، الشركات ذات مستوى المخاطرة المنتظمة المرتفع وأرباحها وأسعارها مرتبطة ارتباطاً كبيراً مع تحركات السوق(١).

وتتمثل في الآتي:

١/ مخاطر أسعار الفائدة:

لتقلبات أسعار الفائدة أثرها على أرباح المستثمر، فلو فرضنا أن شخصاً وظف أمواله في مشروع استثماري وبعد فترة معينة ارتفعت أسعار الفائدة، فإن ذلك سوف يؤثر سلباً على حجم العائد. ومن هنا فكثرة التذبذب في أسعار الفائدة يعمل على زيادة الفجوة والفرق في العوائد التي سيحققها المستثمر بين انخفاض وارتفاع لسعر الفائدة، مما ينصح بثبات سعر الفائدة أو عدم تذبذبها بشكل كبير حتى يستثمر وضع المستثمر أي أنها مخاطر تعترض الموقف المالي للصرف لمتغيرات في أسعار الفائدة.

ونلاحظ أنه كلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما اتجه أو توجه المستثمرين نحو الودائع والحسابات البنكية نظراً لضمان الفائدة دون مخاطرة مما يسبب خسارة في تعاملات الأوراق المالية وهذه الخسارة هي مقدار المخاطرة، ذلك الأمر الذي ارتفعت أسعار الفائدة على السندات سيتوجه المستثمرين للتعامل بها على حساب الأسهم مما يعظم مخاطرة الأسهم بانخفاض أسعارها في السوق نظراً للإقبال على التعامل بالسندات(٢).

---

(١) حسين علي خربوش وعب المعطي رضا الرشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، دار زهران للنشر، ١٩٩٩م، ص ص٣١٦-٣١٧.

(٢) مروان شموط وكنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، ٢٠٠٨م، ص٣١٨.

٢/ مخاطر السوق:

إن تعرض السوق للهزات والانهيارات المفاجئة وتقلب أسعاره فجأة بالانخفاض سيؤثر على المتعاملين نتيجة عمليات المضاربة التي تعمل على عدم الاستقرار وتؤثر على أحجام التداول تبعاً لسلوكيات المستثمرين التي ستعكس على السوق، فمخاطر السوق العامة تكون في الأسعار وفي السياسات على المستوى الاقتصادي ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول أو أدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها.

تعكس مخاطر السوق إدراك المستثمرين واستيعابهم لمعلومات معينة قد تكون خاصة بحوادث ملموسة، كتوقع انخفاض الأرباح للشركات أو توقع انخفاض سعر العملة أو توقع حدوث كساد، بالمقابل تتعلق الحوادث غير الملموسة بسيكولوجية التي تتعلق بردود الفعل غير المبنية على أساس منطقي من طرق المستثمرين، أو أحياناً ردود الفعل المبالغ فيها لحوادث معينة[١].

٣/ مخاطر التضخم والائتمان:

إن التضخم وما يعنيه من انخفاض للقوة الشرائية للنقود سيؤدي إلي انخفاض القيم الحقيقية للموجودات والأصول الاستثمارية، الأمر الذي يؤدي إلي مأزق مالي وربما عسر مالي كذلك لصاحب المشروع جراء عدم تمكنه من سداد ما عليه من التزامات مالية نتيجة الاقتراض والتسهيلات الائتمانية الممنوحة، نظراً لتغير القوة الشرائية للنقود، لأن كل ارتفاع في معدلات التضخم يعني انخفاض في القوة الشرائية مما يدفع المستثمرين للتنازل عن أسهمهم وسنداتهم خوفاً من انخفاض أكبر قد يتحقق يكبده خسائر أكبر هي المخاطرة المتوقعة[٢].

٤/ مخاطر السيولة:

تنشأ هذه المخاطرة من عدم كفاية السيولة لمتطلبات التشغيل العادية وتقليل مقدرة المصرف على الإيفاء بالتزاماته التي حانت آجالها.

---

(١) طارق خان وحبيب أحمد، إدارة المخاطر لتحليل، د ن، ١٤٢٣هـ - ٢٠٠٣م، ص ص٢٦-٢٧.

(٢) مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص٣١١.

ومن ذلك السرد السابق، نصل إلي أن المخاطر المنتظمة تتسم الخصائص التالية:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.
- تؤثر في جميع الشركات لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية.
- لا يمكن تجنبها بالتنويع.
- يمكن قياسها بمعامل بيتا[1] Beta Coefficient .

ثانياً: المخاطر غير المنتظمة:

هي المخاطر التي تنشأ ن طبيعة ونوع الاستثمار وليس من طبيعة النظام المالي العام مما يجعلها خاصة بالمشروع وتأتي نتيجة بعض التعاملات الاستثمارية فتؤثر على مستثمر معين أو مشروع محدد دون غيره، ولذلك يمكن تجنب هذه المخاطر وتفاديها من خلال التنوع الاستثماري وحسابها بالانحراف المعياري.

وذلك فإذا كانت المخاطر المنتظمة مخاطر عامة فإن المخاطر الغير منتظمة مخاطر خاصة تختص باستثمار معين دون غيره فتؤثر على سعر سهم المشروع، ومن هنا يجب تنويع الاستثمارات وإدارة قدر كبير من المخاطر غير المنتظمة والتي تتمثل أساساً في:

١/ مخاطر النشاط الصناعي:

قد يتعرض نوع من الصناعة لمخاطر تنعكس على المتعاملين فيه من خلال الأسهم الخاصة بذلك المشروع الصناعي، ومثال لذلك التطور العلمي وظهور أنواع منافسة والمعدات المستعملة مما يؤثر على المشروع وإنتاجيته بالمقارنة مع غيره من المشاريع في ذات المجال [2].

٢/ مخاطر قانونية واجتماعية:

كثيراً ما تلجأ بعض الدول لعملية التأميم فتقوم بتأميم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمرين، ناهيك عن بعض العادات الاجتماعية والقوانين

(١) حسين علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، مرجع سابق، ص٤٥.
(٢) ناظم نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط١، عمان: وائل لنشر، ١٩٩٩م، ص٣٢٠.

السائدة في كثير من الدول كطبيعة الاستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دور كبير كذلك.

٣/ مخاطر إدارة ومالية:

غالباً ما تكون نتيجة سوء التخطيط والتنبؤ لعدم كفاءة القائمين على إدارة المشروعات واتخاذ القرارات السليمة، فيؤثر ذلك سلباً على نسبة السيولة فتتضاءل مما لا يمكن الشركة من الالتزام بما عليها من واجبات.

يمكن تحديد مستوى المخاطرة المالية بالنظر مباشرة إلي هيكل رأس المال الذي يعني مباشرة إظهار مستويات الدين لدي الشركة ودرجة استخدامها للأموال المفترضة في عملياتها[(١)].

٤/ المخاطر التشغيلية:

هي مخاطر تشغيلية ناجمة عن البيئة التشغيلية للشركة وهي مخاطر ناتجة عن عوامل داخلية أو خارجية، ويمكن أن تعزى المخاطر التشغيلية لعوامل داخلية تنعكس في درجة الكفاءة التشغيلية للشركة في استخدام الموارد المتاحة، وهذه العوامل الداخلية تكون غالباً ضمن سيطرة الإدارة.

أما المخاطر التشغيلية الخارجية فهي تعزى في الغالب لعوامل خارجة عن سيطرة الإدارة وتمثل هذه العوامل غالباً بالأوضاع الاقتصادية العامة، لذلك نجد أن خصائص المخاطر غير المنتظمة:

- تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة ذاتها.
- تؤثر أن وجدت على المنشأة المعينة.
- يمكن تجنبها بالتنويع وتخفيضها إلي الصفر تقريباً.
- مقياسها المطلب التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف[(٢)].

ثالثاً: المخاطر المختلطة:

هي التي تجمع بين مظاهر وأسس المخاطر المنتظمة والغير منتظمة وتتكون من:

---

(١) طارق خان وحبيب أحمد، مرجع سابق، ص٤٧.

(٢) حسين علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، مرجع سابق، ص ص٥٠-٥١.

١/ مخاطر الدفع التشغيلي:

وهي مدي استخدام التكاليف الثابتة كالاستهلاكات ومرتبات الإدارة وغيرها في عمليات الشركة.

٢/ مخاطر الدفع المالي:

وهي مدي نسبة التكاليف الثابتة كفوائد الديون إلي التكاليف الكلية فإذا كانت درجة الدفع المالي في شركة ما مرتفعة فأن أي انخفاض بسيط في إيرادات الشركة يؤدي إلي انخفاض أكبر في صافي أرباحها[١].

أهمية إدارة المخاطر:

إن إدارة المخاطر باتت من أهم الموضوعات الساخنة بالنسبة للشركات التي فرضت الأزمة المالية العالمية وجودها علي جدول أعمال الشركات، والمخاطر قد تكون دورية أحياناً نتيجة تبني سياسات وإستراتيجيات تعتمد علي معدلات عالية من المخاطر.

إن إدارة المخاطر لم تعد تقتصر علي جدول أعمال الشركات فقط بل باتت سنداً أساسياً في تقييمات شركات التصنيف العالمية التي تعتمد بشكل أكبر في تصنيفاتها على إدارة المخاطر وتعتبرها متطلبات أساسية ينبغي تحقيقها، وإن غياب المخاطر في الفترة السابقة عن الشركات دفع أكبر ألف شركة عالمية إلي خسارة ٢٠٪ من قيمة أسهمها خلال الأزمة الأخيرة، لذلك على الشركات الاستعداد للمخاطر الداخلية التي قد تواجه أي شركة إضافة إلي المخاطر الخارجية التي يكون لها تأثير أكبر في أغلب الأحيان [٢].

والمخاطر ليس دائماً سيئة بل كثير من الأحيان تتحقق عوائد مرتفعة للشركات لكن يجب النظر إليها على أنها شيء يمكن التعامل معه وحماية الشركات منه وأنه من المهم جداً أن تراعى الشركات مسألة القدرة على الانتفاع من الفرص والاستعداد على تحمل خسائرها[٣].

---

(١) ناظم محمد نودي، مرجع سابق، ص٣٢١.

(٢) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٧م، ص٣٣٧.

(٣) الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net.

جاءت أهمية إدارة المخاطر من أن النشاطات الأعمال دائماً ما تتعرض للمخاطر لذلك فإن اختيار المحفظة ما هو إلا لتعظيم العائد المتوقع الكبير (يقاس بالوسط الحسابي) فقط بالدخول في مزيد من المخاطر وعلى ذلك فإن المعضلة التي تواجه المستثمرين هي إيجاد التوليفة المثلى من المخاطر والعائد.

كما يمكن تخفيض أثر المكون الخاص للمخاطر من خلال تنويع محفظة الأصول، بينما يتحمل المستثمر العنصر العام في المخاطر ولكن يواجه منهج (Markowitz) مشكلات عملية في حالة استثمار المحفظة الاستثمارية على أصول كثيرة [1].

كما أن العنصر المهم في إدارة المخاطر هو فهم المفاضلة بين المخاطر والعائد لأن العائد يزداد مع ازدياد المخاطر، طالما أن الهدف من المؤسسات المالية هو زيادة صافي العائد من أسهم المساهمين، فإن إدارة المخاطر المرتبطة بتعظيم العائد هي الوظائف المهمة لهذه المؤسسات وتقوم بهذا الدور من خلال التنويع الكفء للمخاطر الخاصة واختزال وتحويل المخاطر العامة.

وتتمثل أهمية المخاطر في تحديد مدى استعداد الشركة للتعامل مع المخاطر خصوصاً في مدى جودة تقييم المخاطر لأن نفع لها أن لم تكن على دراية بكيفية التعامل، كما على الشركات أن تحدد حدود المخاطر في إستراتيجية عملها والتي تكون مؤهلة من حيث الإمكانيات والموجودات للتعامل معها أو لتحمل الخسائر التي قد تنتج عنها وإن إدارة المخاطرة عبارة عن عمل جماعي يشترك فيه العاملون كلهم في الشركة ويجب أن لا يتم حصره في شخص معين [2].

أهداف إدارة المخاطر:

لا يكفي الحديث عن هدف واحد لإدارة المخاطر مثلما لا يكفي أيضاً الحديث عن هدف واحد لمنشأة الأعمال أو أي منظمة أخرى ويكون لمعظم المنظمات بالطبع أهداف متعددة أيضاً ويكون لمعظم الوظائف داخل المنظمة

---

(١) الموقع الالكتروني www.kuwait5020.amedia.gov.kw.

(٢) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، القاهرة: الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٧م، ص٦٠.

أهداف متعددة، وقد يكون للمنظمة أو قسم بها رسالة واحدة مسيطرة، إلا أن الأهداف الأخرى سوف تتطلب التعرف عليها، فإن إدارة الإنتاج على سبيل المثال قد تكون مسئولة عن إنتاج السلع بتكلفة معينة، ووظيفة إدارة المخاطر لا تختلف عن ذلك ومن بين أهداف متعددة فيما يلي أكثر شيوعاً:

- ضمان كفاية الموارد عقب حدوث الخسارة.
- تقليل تكلفة التعامل مع المخاطر البحتة إلي أدنى درجة.
- حماية الموظفين من الإصابات الخطيرة والوفاة.
- أداء الالتزامات القانونية والتعاقدية[1].

وعندما يكون لمنظمة أهداف متعددة، أحياناً تتناقص وتتعارض الأهداف مع بعضها وفي ظل هذه الظروف يجب اتخاذ قرار لتحديد من تكون له الأولوية والأسبقية، ولذلك لا يكفي التعرف فقط على أهداف إدارة المخاطر، بل يجب أيضاً التعرف على الهدف الذي يسمو على الأهداف الأخرى.... الهدف الذي يمثل (مجال النتائج الرئيسية) بالنسبة لمدير المخاطر الرئيسي الذي يبرر وجود وظيفة إدارة المخاطر والتعرف على مجال نتائج المخاطر يجب أن نسأل ما الذي تأمل المنظمة في تحقيقه من خلال جهود مدير المخاطر لماذا تنخرط المنظمات في أنشطة إدارة المخاطر؟ [2].

طرق قياس المخاطر:

تقاس مخاطر الاقتراح الاستثماري أي مدى تقلب تدفقاته النقدية بطريقتين الأولى بيانية والأخرى كمية.

أولاً: الأسلوب البياني لقياس المخاطر:

من الممكن وضع البيانات في صورة رسم بياني باستخدام الأعمدة، حيث يمثل المحور الرأسي احتمالات حدوث الظروف الاقتصادية، بينما يمثل المحور الأفقي التدفقات النقدية في ظل كل احتمال. كقاعدة عامة تزداد المخاطر كلما زادت درجة تشتت (تقلب) التدفقات النقدية المصاحبة للتغيرات في

(١) عبد العال حماد، مرجع سابق، ص٥٠.

(٢) محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مرجع سابق، ص٦٩.

ظروف الاقتصادية، يطلق على التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المشار إليها بالتوزيع الاحتمالي المنفصل حيث فصل ثلاثة احتمالات من بين عدد لا نهائي من الاحتمالات وقمنا بتمثيلها بيانياً.

وكقاعدة عامة تزداد المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار كلما زاد تشتت النقط الممثلة علي المنحنى، أي كلما اتسع منحنى التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية كلما كانت درجة تشتت المنحنى المثل للتدفقات النقدية للاقتراح أقل من درجة تشتت التدفق النقدي لباقي الاقتراحات [١].

ثانياً: الأسلوب الكمي لقياس المخاطر:

يعطي أسلوب الرسم البيانات فكرة عن حجم المخاطر التي ينطوي عليها التدفق النقدي للاقتراح الاستثماري، غير أنه يفشل في تزويدنا بقياس دقيق لحجم هذه المخاطر، لذا المقترح استخدم أسلوب كمي حتى نتمكن من إجراء قياس دقيق لحجم المخاطر التي ينطوي عليها كل اقتراح[٢].

يمكن أن نميز في هذا الصدد الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر الكلية (المخاطر العامة والمخاطر الخاصة والمخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة) وبين الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر المنتظمة فقط.

أساليب قياس المخاطر الكلية:

المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أهم الأدوات التي تقيس المخاطر الكلية وفيما يلي عرض مختصر لكل منها.

أ/ المدى:

يعتبر المدى Range أبسط مقياس كمي لقياس التشتت (المخاطر) وهو يمثل الفرق بين القيمة الكبرى وبين القيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة، فكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين، كلما كان ذلك إشارة إلي زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي[٣].

---

(١) هشام جبر، إدارة المصارف، القاهرة: الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٨م، ص٢٣.

(٢) زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، عمان: دار الصفاء للنشر، ١٩٩٨م، ص٤٠٠.

(٣) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م، ص٤١١.

ب/ الانحراف المعياري:

لا يعتبر المدى مقياس دقيق للمخاطر، إذا أنه لا يستخدم جميع المستويات المتاحة عن التدفق النقدي، بل يركز فقط على قيمتين فقط هما القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية ويتجاهل ما عدا ذلك.

لذا من المقترح استخدام أسلوب كمي بديل لتلافي هذه العيوب وهو الانحراف المعياري، ويأخذ الانحراف المعياري في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال حدوثها ويقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدي ة عن القيمة المتوقعة للتدفقات. يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي على مربعات انحراف القيم[١].

كيفية إيجاد الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{س=1}^{ن} \frac{(ق_س - \bar{ق})^2}{ن}}$$

حيث (σ) تمثل الانحراف المعياري، (- ق) تمثل المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية، أما (قس) فتمثل التدفق النقدي خلال الفترة س، وعلى هذا الأساس فكلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه انخفاض درجة خطورة المشروع والعكس صحيح.

ولكن هل يعتبر الانحراف المعياري للتدفقات النقدية مقياساً ملائماً لمخاطر في كل الظروف؟ إن استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً في حالة واحدة، وهي عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاقتراحات المعروضة متساوية، أما عندما تختلف القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، فإنه يكون من الصعب في بعض الأحيان الادعاء بأن الاقتراح الذي يتميز بصغير حجم انحرافه المعياري بالمقارنة مع اقتراحات أخرى هو أقلها تعرضاً للمخاطر[٢].

---

(١) هشام جبر، مرجع سابق، ص ص٣٠-٣١.

(٢) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الإسكندرية: الدار الجامعية الإبراهيمية، ١٩٩٩م، ص٢٤١.

ج/ معامل الاختلاف:

إن معامل الاختلاف يزودنا بحجم المخاطر لكل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، ولذا فإنه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح، عند تقدير حجم المخاطر التي تنطوي على كل منهم[١].

يتم حساب معامل الاختلاف ويرمز له بالرمز (ف) عن طريق قسمة الانحراف المعياري (σ) على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية[٢]: $ف = \frac{\sigma}{ر}$

ويفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطى فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة، نلاحظ أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، وبالإضافة إلي ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين (مجموعة استثمار) تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة[٣].

هناك حالتان لقياس المخاطر الأولى حالة التأكد من النتائج أو المعلومات أما الثانية فهي حالة عدم التأكد من النتائج.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد "المعلومات التاريخية":

إن الماطر في هذه الحالة تنشأ في عدم تجانس النتائج (العوائد) لذلك فهي تقاس بمقاييس التشتت، قد تثبت أن التباين هو أفضل المقاييس في هذه الحالة إذا كانت المتوسطات الحسابية لعوائد المشروعات المراد المفاضلة بينها متساوية، أما إذا كانت غير متساوية فالأفضل الاعتماد على معامل الاختلاف وهو مقياس للتباين النسبي لأن الاعتماد عليه يساعد في التغلب على صعوبة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها.

---

(١) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص٤١٢.

(٢) الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.

(٣) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سابق، ص٢٤٢.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد من المعلومات:

نعني بما قياس المخاطر المستقبلية في هذه الحالة يختلف الوضع لو كانت الحالات المستقبلية غير متوقعة أي أنها غير معروفة بالضبط ولكن احتمال حدوثها معروف أو يمكن تقدير احتمال حدوثها في المستقبل أو بناء على تجربة المؤسسة في الماضي.

وعندما يتم استخراج القيمة المتوقعة لحدوث هذه الحالات واستعمال هذه القيم بدلاً من المتوسط الحسابي في معادلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف أي أن المخاطر في هذه الحالة تتألف من عدم التأكد من حصول وتجانس العوائد(1).

علاقة العائد والمخاطر بالاستثمار والتمويل:

عندما يقوم أي شخص رشيد بصرف نق إنفاق يكون السؤال لديه دائم هل المكاسب من هذا الإنفاق تستحق؟

إن القرار يحوي مقارنة بين المكاسب والمنافع أو العائد Benefits المتوقع وبين التكاليف Costs المرتبطة بهذا الإنفاق أو المغامرة وبالتالي يتطلب الأمر حساب المنافع التي يمكن أن تتحقق بالدخول في المشروع المعين مقارنة مع قيم مختلف البدائل الأخرى التي كان من الممكن شراؤه بنفس المبلغ من النقود " وبنفس المجهود والوقت ".

هذا إذ كان قرار الإنفاق على مستوى الفرد قرار بسيط سهل فإن قرار الاستثمار أصعب من قرار الإنفاق الجاري. فالمنافع أو العوائد المتوقعة ليس من السهل تقييمه لأنه تقع في المستقبل وعلى فترات، وهناك غموض حولها. ويكون السؤال أيضا عن كيف يمكن حساب صافي العائد من مشروع استثماري يتطلب إنفاق على مدى عدد من السنين ويتوقع منه مكاسب على مدى عدد من السنين المقبلة(2). يعتبر تحديد مدى المخاطر التي ترغب تحملها أحد المسائل الهامة التي ستواجهها كمستثمر. والمقصود بقدرتك على تحمل

---

(1) الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.

(2) الموقع الالكتروني: www.caamsf.com

المخاطر هو مدى الخسائر التي يمكنك تحملها بدون التخلص من الاستثمار. وهناك ارتباط وثيق بين المخاطر والعوائد؛ فكلما ارتفعت مخاطر الاستثمار ارتفعت العوائد المحتملة وعندها تصبح مناسبة أكثر كاستثمارات طويلة الأجل[١].

نظرية تكوين المحفظة الاستثمارية هو في الواقع الخيار بين تعظيم العائد وفي نفس الوقت تخفيض المخاطرة. ومن جهة أخرى فقد أصبح معامل الارتباط بين الأدوات الاستثمارية (صيغ الاستثمار) عنصراً مؤثراً في تكوين المحفظة لا يقل في أهميته عن الأصول المستثمرة فيها، وتكتسب كل أداة أهميتها من مقدار ما تسهم به في العائد الكلي للمحفظة.

وعندما تكون فرص الاستثمار عالية المخاطر فإن ذلك لا يعني عدم إقبال الناس عليها إذا أمكن قياسها وقابلها عوائد مجزية بالقدر الذي يرون إنه ملائم لمستوى تلك المخاطر. لكن الناس لا يقبلون على فرص استثمارية يكتنف قياس المخاطرة فيها الغموض وعدم الوضوح فلا يعرف هل هي عالية أم متدنية المخاطرة. هذا الغموض نفسه يضحى مخاطرة ومن ثم فإن كل استثمار لا يكون قياس المخاطرة فيه واضحاً يعد ذا مخاطرة عالية[٢].

وتنشأ المبادلة بين المخاطر والعوائد من نقاط أساسية أهمها:

- إن المستثمرين متأهلين للمخاطر المتوقعة
- درجة الخوف تختلف من مستثمر لآخر
- مجمل المشاريع المتاحة لها عوائد ومخاطر

بحث مستمر عن الفرصة الاستثمارية التي تحقق له أقصى عائد ممكن موازاة مع الخطر الضئيل الذي تحمله[٣].

إن المبادلة بين المخاطرة والعوائد هي أحدى الأسس أو المبادئ التي يسترشد بها المدير في الاختيار بين البدائل في القرارات الاستثمارية التي تتعلق بشراء أصول وعلى المدير المالي أن يختار من الأصول، الأصول التي تبرز

(١) الموقع الالكتروني السابق.
(٢) الموقع الالكتروني: www.eaamsf.com
(٣) الموقع الالكتروني السابق.

عائدها ومخاطر شراؤها وبالمثال يختار من مصادر لتمويل المصدر الذي يبرز عائده المخاطر المرتبطة به وذلك يتحقق هدف المشروع(١).

العائد والمخاطرة هما صفتان متلازمتان لأي استثمار لأن القرارات المالية الاستثمارية تخذ اليوم ولا تظهر نتائجها إلا في المستقبل لكن المستقبل مجهودها ونتائج القرار غير مؤكدة، وبالتالي يواجه متخذ القرار ببدائل تتضمن مبادلة بين عائد مرتفع ومخاطر مرتفعة وعائد أقل ومخاطر أقل.

إن هاتين السمتين متناقضتين إلا أنهما حقيقيتان ثابتان في عالم الاستثمار والتمويل وحيث أنه لا توجد عوائد مجزية إلا مع وجود احتمالية معقولة ومقبولة من المخاطر، وتدل الدراسات العلمية والتجارب الحية أن المستثمرين يطلبون علاقة طردية بين معدل العائد ودرجة المخاطرة.

فلما ارتفعت درجة مخاطر الاستثمارية كلما ارتفعت عائده لذلك يرضى المستثمرين ولكن ليس بنفس الدرجة لن المبادئ الاستثمارية الشائعة الاستخدام في القرارات المالية تفترض تفضيل المستثمر والممول للعوائد الأعلى على العائد الأقل مع ثبات العوامل الأخرى وتفضيل المستثمر والممول للمخاطرة الصغر على الأكبر(٢). وإذا كنا نميل إلي مخاطر قليلة فيمكننا استثمار أموالنا في أوراق مالية حكومية أو كوديعة في مؤسسة مالية وبالنتيجة تحصل على دخل قليل وكلن ثابت وشبه مؤكد وفي معظم الحالات لن تخسر رأسمالنا. وإذا كنا على استعداد بقبول مخاطر أعلى من المستوى الأول، فإننا نبحث عن عائد أعلى مما حصلت عليه في المستوى الأول، فقد يكون هدفنا دخلاً جارياً متزايداً ففي هذه الحالة قد نستثمر أموالنا في الشركات التي لها تاريخ طويل في توزيع الأرباح مثل الشركات المنافع العامة، الشركات الكبيرة، شركات إنتاج المواد التموينية أو توزيعها، وشركات الشحن وهذه الشركات تعطي أماناً ضد فقدان المال المستثمر وهذه أرباحها الموزعة موازنة أو لكي تعادل التضخم (٣).

(١) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة: الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٨م، ص٤٩.

(٢) المرجع السابق، ص٦٧.

(٣) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٧م، ص٧٦.

وإذا كان غير مهتمين بتقلبات الأسعار في المدى القصير وفي توزيع الأرباح، وهدفنا هو ارتفاع الأسعار فعلينا بالاستثمار في الشركات التي تنمو فوق المعدل مثل شركات المشروعات الترويجية.

أما إذا كنا غير مهتمين بالأرباح الرأسمالية في فترة قصيرة في هذه الحالة علينا أن نداوم في السوق المالي ونكون ماهرين في توفير شراء الأسهم المرشحة للمضاربة ومثلها الشركات الناشئة في القطاعات الحديثة، حيث يرى المدير المالي بالضرورة المبادرة بين العائد والمخاطر فهو عندما يتخذ قراراً، غالباً ما يتطلب الاتفاق أو الاقتراض ويترتب عليه في الأيام اللاحقة مرفقات نقدية معاكسة الاتجاه أما أن قراءة يمكن وصفه بمجموعة من التدفقات الداخلة والخارجة [1].

(١) المرجع السابق، ص٧٦.

الفصل الخامس
قرارات الاستثمار والتمويل

تعريفات الاستثمار:

يعتبر الاستثمار أحد أهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية والفعالة على مستوى الاقتصاد القومي وعلى مستوى نشاطات رجال الأعمال على حد سواء، ووردت تعريفات كثيرة للاستثمار ومنها:

يعرف الاستثمار (بأنه عبارة عن توجيه الموارد المتاحة من أجل المنفعة الكامنة في هذه الموارد)[1].

وذلك لأن الموارد المتاحة تشتمل على إشباع الحاجات الأساسية والكمالية للإنسان وعند تأجيل الانتفاع من هذه الموارد في الوقت الحالي لوقت آخر يسمى هذه الاستثمار.

ومن الممكن أيضاً تعريف الاستثمار (بأنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة تعثره معينة من الزمن قد بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية) [2]، وذلك بتعويضه عن النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم وأيضاً عن المخاطر الناشئة عن احتمال عدم حصول تدفقات مالية مرغوبة فيها.

وهناك من يعرف الاستثمار (بأنه تضحية بقيم مالية مؤكدة في الحاضر في سبيل الحصول على قيم أكبر غير مؤكدة في المستقبل) [3].

بمعنى أن المستهلك يضحي في الوقت الحاضر بالانتفاع بجزء من دخله إلي وقت آخر لاحق، بدافع أو بهدف الحصول على منفعة أكبر من المنفعة التي يمكن الحصول عليها حالياً لأنه سيزيد نتيجة تشغيله واستخدامه.

ويمكن النظر إلي الاستثمار باعتباره (تضحية بقيمة مالية معينة من أجل قيمة وربما غير مضمونة) [4].

---

(١) مروان شموه، كنجو عبود، أسس الاستثمار، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة: الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٨م،

(٢) المرجع السابق، ص٦.

(٣) المرجع السابق، ص٧.

(٤) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٨م، ص٢٨٠.

وهذا التعريف شمل عوامل مهمة وجوهرية بالنسبة للاستثمار وهي القيمة والتضحية والوقت والعائد غير المؤكد والمخاطرة لأنها تؤثر فعال على متخذ القرار والاستثمار.

ويمكن القول بأن الاستثمار (هو عبارة عن توجيه المصادر الاستثمارية نحو مجالات معينة في فترة زمنية محددة بهدف استخدام هذه المصادر في هذه الفترة الزمنية المعينة لإنتاج سلعة أو خدمة في فترة لاحقة) [(١)].

ويعني ذلك أن المصادر الاستثمارية التي تستخدم في الفترة الأولى لا يكون الهدف منها هو استهلاكها استهلاكاً نهائياً وإنما تستخدمها لإنتاج ما يمكن أن يعتبر لمستثمر فوائد مستقبلية لاحقة.

كما عرف الاستثمار بأنه (إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلي الاستثمار وليس الاكتناز) [(٢)].

بمعنى تأجيل الاستهلاك لفترة زمنية قادمة ولا تقوم باكتناز الأموال بل يجب علينا توجيهها نحو الاستهلاك الذي يحقق لنا عوائد في المستقبل.

ويمكن تعريف الاستثمار بأنه (يقوم على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة أملاً في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل) [(٣)].

أي التضحية بإنفاق أو إشباع رغبة حالية في سبيل الحصول على إشباع أو رغبة أو تعرض عن الإنفاق الحالي ولكن هذا غير مؤكد أي أنه احتمال حدوث خسارة أو ربح (غير مضمونة). كما عرف الاستثمار (بأنه ارتباط مالي بهدف تحقيق مكاسب يتوقع الحصول عليها على مدى طويل من الزمن) [(٤)].

يرى الباحثون من خلال التعريفات السابقة أن أفضل وأشمل تعريف للاستثمار هو التعريف رقم ٣ والذي يعرف الاستثمار في "أنه (إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة زمنية قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلي استثمار وليس

---

(١) المرجع السابق، ص٢٨٠.

(٢) محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة "أسهم – سندات – أوراق مالية"، الطبعة الأولى، عمان: دار ومكتبة الحامد للنشر، ٢٠٠٦م، ص١٥.

(٣) الموقع الالكتروني: www.jeeranchannels.com

(٤) فيصل محمود الشواوده، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، عمان: دار وائل لنشر، ٢٠٠٨م، ص٣١.

الاكتناز). وذلك لأنه يحب المستثمرين على توجيه وتشغيل أموالهم نحو الاستثمار والاستفادة منها وعدم تجميدها وكنزها وذلك لكي تحقق لهم عوائد خلال فترة زمنية قادمة.

وعرف الباحثون الاستثمار في شكله العام والأشمل في أنه: (عملية يتم من خلالها تنمية رأس المال أو الطاقة الإنتاجية للمشروع أو المجتمع سواء كان ذلك بالتعرف على الثروات الطبيعية واستغلال الجزء المتاح منها وذلك للمساعدة في إشباع الحاجات بطريقة مباشرة أو غير مباشرة).

أهمية الاستثمار:

إن الاستثمار ينطوي على زيادة المنفعة أو زيادة الموارد وذلك لأن توظيف مبلغ ما في عمل معين أو استخدام مبلغ ما في نشاط ما يعني تشغيل لليد العاملة وأن مشروع ما سيتم، كما أن هذا سوف يحرك الطلب على بعض المواد التي سيتم استخدامها في إنتاج السلعة المطلوبة أو تقديم الخدمة المعينة.

وتتمثل أهمية الاستثمار في الآتي[(١)]:

١. مساهمة الاستثمار في زيادة الدخل القومي وزيادة الثرة الوطنية وذلك لأن الاستثمار يمثل نوعاً من الإضافة إلي الموارد المتاحة إلي تعظيم درجة المنفعة التي تنجم عن المواد المتاحة.
٢. مساهمة الاستثمار في إحداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إدخال التكنولوجي الحديثة والمتطورة وتكييفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.
٣. مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر والحصول وبعض أشكال التخلف.
٤. مساهمة الاستثمار في دعم البنية التحتية لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أ، يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة حديقة أو غيره.

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سابق، ص ص١٠-١١.

٥. مساهمة الاستثمار في توفير القطع الأجنبي الذي كان سيتم إخراجه من البلاد فيما لم يتم إنتاج السلع والخدمات محلياً وهذا سوف يساهم في دعم ميزان المدفوعات.
٦. مساهمة الاستثمار في الأمن الاقتصادي للمجتمع وهذا أمر يرتبط بتأمين احتياجات المواطنين من خلال قيام المشروعات الاستثمارية التي تعني بتقديم السلع والخدمات الأساسية والكمالية كما يساهم في استخدام الموارد المحلية كما المواد الخام والموارد الطبيعية (١).
٧. وأيضاً مساهمة الاستثمارات في دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروع من ضرائب للحكومة لكي تقوم الحكومة بصرفها باستخدام هذه الموارد وفق مقتضات المصلحة العامة.
٨. مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدول من خلال التوجه إلي إنشاء المشروعات التي تحق هذه السياسة.
٩. مساهمة الاستثمار في توظيف أموال المدخرين فهناك مدخرون للأموال ولكنهم لا يعرفون كيفية تنفيذها (٢).

وتنبع أهمية الاستثمار في الاقتصاد القومي من حقيقة أنه يقوم بدور فعال وأساسي على مستويات ثلاثة فعلي المستوى القومي تأتي أهمية هذا المتغير الاقتصادي من أنه أحد أهم المتغيرات الاقتصادية على الأخلاق في العملية التنموية وعلى مستوى قطاع الأعمال يعتبر الاستثمار هو المؤشر الحقيقي لنشاطات هذا القطاع والعامل الحاسم هو انتعاش أو انحسار النشاطات في قطاع الأعمال.

أما على مستوى القطاعات الاقتصادية فإن الاستثمار يقوم بدور فعال في تطوير قطاعات اقتصادية معينة والتي تؤثر على إنعاش أو ظهور قطاعات أخرى تمد أثرها إلي بقية قطاعات الاقتصاد الأخرى.

---

(١) المرجع السابق، ص١١.
(٢) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سابق، ص١١.

لذلك يعتبر الاستثمار من أهم العوامل التي تؤثر على نمو إجمالي الناتج القومي وعلى التنمية الاقتصادية على وجه العموم وأن اختلفت أطر الاستثمارات على نطاق الاقتصاد الاقتصادي القومي وعلى نطاق المشروعات المختلفة من حيث الشمول والأهداف والدوافع والأثر المباشر وعلى كلا المستويين لا تختلف كثيراً. وغنى عن البيان أن توجيه المصادر الاستثمارية نحو المحالات المختلفة تعني ربط هذه الموارد في هذه المجالات المختارة لمدة قد تطول أو تقصر اعتماداً على طبيعة نوعية هذه المشروعات الاستثمارية [1].

أهداف الاستثمار:

إن الإلمام بالغاية من الاستثمار يقتضي التمييز بين الاستثمار العام الذي تقوم به الحكومة والاستثمار الخاص الذي يقوم به الأفراد والمستثمرون في القطاع الخاص، وذلك لأن الأهداف من النوع الأول من الاستثمار تختلف بعض الشيء عن الأهداف في الاستثمار الخاص.

ففي الاستثمار العام، يمكن ذكر بعض الأهداف مثل [2]:

- تقديم خدمة معينة للجمهور.
- تنمية قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.
- مكافحة البطالة.
- محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة.
- تحسين وضع ميزان المدفوعات.

أما أهداف الاستثمار على الصعيد الخاص فهي:

١/ المحافظة على رأس المال المستثمر:

إن ثمة مقولة يتداولها عامة الناس تقول بأن (صاحب المال جبان) بمعنى أن صاحب المال يخاف على أمواله، فهو يريد أن تبقى أمواله بدون نقصان.

فلا شك في أن كل مستثمر يهتم بالحفاظ على رأسماله بالدرجة الأولى؛ فهو يسعى إلى عدم تبديد ثروته ولهذا فإنه يحاول أن يوجه استثماراته وفقا لذلك.

---

(١) عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرباقض، مرجع سابق، ص٢٩٠.

(٢) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص٣٠٠.

إن الشخص الذي يملك مبلغاً من المال وليكن مثلاً ١٠٠٠ ويريد أن يستثمره في مشروع ما فإنه يتأثر قبل كل شيء من أن هذا المبلغ لن يضيع بل سيعود إليه دون نقصان ولذلك تراه يبحث عن المشاريع التي يطمئن فيها على هذا المبلغ ويختار واحداً أو أكثر من المشاريع(١).

٢/ تحقيق أقصى عائد ممكن:

يمثل الربح أهم الدوافع التي تدفع بالمستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة أشخاص آخرين قد يكونون بنكاً أو مصنعاً أو مزرعة أو... الخ.

ولا شك في أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره في الاستثمار في مشروع دون آخر. أي أن المشروع الذي يحقق له أكبر قدر ممكن من الأرباح هو المشروع المفضل للمستثمر(٢).

وعلى هذا يتم ترتيب بدائل الاستثمار وفقاً لمقدار العائد الناجم عن كل نوع من هذه البدائل. فعلى سبيل المثال، لو كان لدينا عدد من المشاريع وأرباحها على النحو التالي:

جدول رقم (١- ٣) يوضح كيفية اختيار المشروعات حسب الأرباح المحققة.

المشروع	الأرباح
A	١٠٠٠٠٠
B	١٥٠٠٠٠
C	١٦٠٠٠٠
D	٩٠٠٠٠

المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٨م، ص٣١٠.

ومع افتراض أن المبلغ المستثمر هو ثابت في كل المشاريع، ومع افتراض ثبات المؤثرات الأخرى فإن المستثمر سوف يختار المشروع C ومن ثم المشروع B ومن ثم المشروع A ومن ثم المشروع D.

---

(١) المرجع السابق، ص٣٠٠.

(٢) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص ص١٠-١١.

٣/ تعظيم القيمة السوقية للأسهم:

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير الهامة في الحكم على أداء المنشآت والشركات المساهمة، ذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت يشير إلى نجاح هذه المنشأة في السوق ونجاح الإدارة القائمة على هذه المنشأة[١].

يقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند البيع؛ فمن المعلوم أن المنشآت تصدر لدى تأسيسها أسهماً بقيمة منخفضة ثم تبدأ عملها. ومع تطور نشاط المنشأة ونجاحها في أعمالها، تزداد أرباح هذه المنشأة.

ونتيجة لبدء الإفصاح وإعلان المنشأة عن نتائجها وإطلاع الجمهور على ذلك، يتهافت العديد من المستثمرين على شراء أسهم هذه المنشأة. وهذا يعني من جهة أخرى زيادة الطلب على هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهنا يحقق ملاك المنشأة والمساهمون الذين اكتتبوا في أسهم المنشأة عند التأسيس أرباحاً رأسمالية. وأما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة فهم يتوقعون أن ترتفع أسعار هذه الأسهم في المستقبل، ولذلك فهم يشترونها بناءً على تنبؤاتهم المستقبلية[٢].

٤/ تحقيق السيولة: Liquidity

يقصد بتحقيق السيولة للمستثمر أن يتوفر بحوزته نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم. والسيولة هي قدرة المشروع على الدفع أو قدرته على سداد التزاماته المترتبة عليه في أي وقت.

وأيضاً قدرته على تحويل ما بحوزته من أصول إلى نقدية بدون خسارة من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد.

وفي مجال الحديث عن الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية، يتم التمييز ما بين:

---

(١) المرجع السابق، ص١١.

(٢) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص١٣.

- الأصول السائلة من الدرجة الأولى، مثل الصندوق، الودائع الجارية لدى البنوك إضافة إلى الحسابات لدى البريد.
- الأصول السائلة من الدرجة الثانية، مثل الأوراق المالية، والذمم المدينة، الأوراق التجارية[1].
- الأصول السائلة من الدرجة الثالثة، مثل المخزون والبضاعة في الطريق.

ومن هنا يمكن أن نشير إلي أن السيولة النقدية تمثل هدفاً قصير الأجل للمستثمر وفي القوت نفسه قيداً على تحقيق الهدف الإستراتيجي.

إن الهدف من الاستثمار هو هدف مبدئي وهو نمو رأس المال مقاساً من خلال حجم الأصول أما عن الأهداف الأخرى فتمثل في تعظيم الدخل والعمل على استقرار الدخل الحالي، أو الاستثمار الكثير في أدوات سوق النفر، وحديثاً فعد بين العديد من الشركات هدفها في الاستثمار في السندات المحلية المعفاة من الضرائب وتهدف شركات أخرى إلي شراء وبيع الأسهم للمستثمرين الحاليين بناءاً على طلباتهم.

حيث توجد شركات أخرى لديها نوعين من حصص الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم رأس المال ويقصد نشاطها على ذلك فقط حيث يتحقق للمستثمر في أسهم رأس المال عوائد رأسمالية بينما يحصل المستثمر في أسهم الدخل على الإيراد الخاص بالأسهم[2].

إنه مضمون إدخال الأموال واستثمارها في المشروعات المختلفة يقوم أساساً على الفائدة أو المردود الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلاً عند التضحية بجزء من الاستهلاك في الوقت الحاضر وبعبارة أخرى فإن التضحية بجزء من الاستهلاك الحالي سيؤدي إلي زيادة في الاستهلاك المستقبلي ولا شك أن عملية الاستهلاك عملية طويلة.

ولكن يعرف المستثمرين أن الاحتفاظ بالنقود لها تكلفة ناجمة عن فرصة بديلة ضائعة فالاحتفاظ بالنقود دون استثمارها يؤدي إلي فقدان أصحابها

---

(١) المرجع السابق، ص١٤.

(٢) عبد الغفار جنفي، رسمية زكي قرباقض، مرجع سابق، ص٣٢٠.

لعائد كان يمكن الحصول عليه إذا استثمرت هذه الأموال لذلك لا يميل المستثمرين بأن من ميادين الاستثمار المختلفة من أموال صعبة ويجتهدون نحو هذه الميادين لاستثمار أموالهم رغم هذه الظروف لعملهم بأن فرص الحصول على مردود مجزي من مجهودهم الاستثمارية أكبر إذا ما تم علاج المشروعات الاستثمارية بحرص وإيجابية بناءاً على طرق التحليل العلمي في دراسة واختبار المشروعات[(١)].

أنواع الاستثمار:

الاستثمار عامل أساسي في تحقيق الزيادة في إجمالي الناتج القومي وفي تحقيق النمو الاقتصادي، ومن معالم الاستثمار الرئيسية زيادة الأصول الثابتة في المجتمع، وفي هذه المرحلة من تحدثنا عن الاستثمار لابد من توضيح بعض الحقائق عن الاستثمار، لأن الإشارة للاستثمار قد يفهم أكثر من معنى واحد فهناك عدة أنواع للاستثمار منها:

- الاستثمار الكلي أو الإجمالي.
- الاستثمار الصافي.
- الاستثمار الإحلالي.

الاستثمار الإجمالي:

هو عبارة عن كل ما ينفق في زيادة الأصول التي تستخدم في عمليات الإنتاج في المجتمع والتي تساعد على زيادة إجمالي الناتج القومي ويعني ذلك أن الاستثمار الإجمالي يتضمن كل من الاستثمار الصافي والاستثمار الإحلالي[(٢)].

الاستثمار الصافي:

أما الاستثمار الصافي هو عبارة عن الإنفاق لاستحداث أصول جديدة في المجتمع تستخدم في عليمات الإنتاج، وبالتالي فإن استثمار الصافي هو عبارة عن جهود لزيادة حجم الأصول الإنتاجية المتوفرة في الاقتصاد القومي باستحداث أصول جديدة لم تكن متوفرة من قبل.

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص١٥.

(٢) محمد عبد الغفار، التمويل والإدارة المالية، القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٠م، ص١٩.

وتشهد الدول النامية التي تبذل جهوداً حقيقية في تنمية نفسها والتي تمتلك المقدرات التمويلية الواسعة كالدول المصدرة للبترول على سبيل المثال، توسعاً كبيراً في استثماراتها الصافية مقارنة مع استثماراتها الاحلالية، ولا شك أن حجم الأصول الإنتاجية في المجتمع لا يمكن أن يزيد إلا بزيادة حجم الاستثمار الصافي(١).

الاستثمار الإحلالي:

هو عبارة عن الإنفاق للحصول على أصول يعتبر استبدالها أمراً ضرورياً حتى تستمر في إنتاجها، وكلما زاد حجم الاستثمار الصافي في المجتمع كلما أصبح دور الاستثمار المستقبلي كبيراً لأن عملية التآكل الرأسمالي يجعل للأصول الثابتة آجالاً محددة ينبغي استبدالها عند انقضاء آجالها.

وبالرغم من أن الاستثمار الإحلال لا يزيد حجم الاستثمار الإجمالي في المجتمع إلا أنه عامل مهم جداً في زيادة إجمالي الناتج القومي وفي التنمية الاقتصادية على وجه العموم(٢).

من حيث الاستثمار في المشروع فمعلوم أنه عبارة عن كل ما يصرف على المروع لتغطية الجوانب الإنفاقية المختلفة التي تهي للمشروع الخروج إلي حيز الوجود والوقوف على قدميه ليبدأ في تقويم المنتجات السلعية أو الخدمية المتوقعة منه ويضمن الاستثمار في المشروع ثلاثة جوانب انفاقية أساسية:

١. الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة ويوصف بأنه رأس المال الثابت المحسوس.
٢. الاستثمار في الأصول الثابتة غير الملموسة "المحسوسة" ويطلق عليه رأس المال الثابت غير المحسوس أيضاً.
٣. رأس المال المتداول.

ويشمل الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة أو رأس المال الثابت المحسوس كما يطلق عليه الأرض والمباني والماكينات والمعدات المختلفة

---

(١) رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلي قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، عمان: دار الميسرة للطباعة والنشر، ١٩٩٧م، ص٣٣.

(٢) رضوان وليد العمار، مرجع سابق، ص٣٠٠.

والمعامل والسيارات والأثاثات والمعدات المكتبية وما إلي ذلك أما رأس المال الثابت غير المحسوس فيتضمن الأصول غير المحسوسة كشراء براءات الاختراع وتراخيص الإنتاج واستخدامات التقنية الإنتاجية، كما يتضمن المصروفات الأولية على المشروع كالإنفاق على الدراسات الأولية ومسموحات الأسواق ودراسات الجدوى للمشروع والخدمات القانونية.

في حين أن رأس المال العامل يشتمل المواد الخام والسلع الجاهزة ونصف المصنعة، والمخزون والمدينون، والنقدية في الصندوق وحسابات البنك[1].

إن ثمة أنواعاً كثيرة ومختلفة للاستثمارات باختلاف النظر إليها وسوف نقوم بمحاولة تسليط الضوء على أبرز التصنيفات الاستثمارية.

١/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لآجالها:

أ/ استثمارات قصيرة الأجل:

تكون مدة التوظيف في هذه النوع من الاستثمارات قصيرة لا تزيد عن سنة كأن يقوم أحد المستثمرين بإيداع أمواله لمدة لا تزيد عن سنة أو يقوم بشراء أوذونات الخزنة أو سندات قصيرة الأجل، تهدف هذه الاستثمارات إلي توافر السيولة النقدية إضافة إلي تحقيق بعض العوائد وهي تتميز بتوافر سوق لتداولها وتتميز أيضاً بسهولة تحولها إلي نقدية وسرعته.

ب/ استثمارات متوسطة الأجل:

تكون مدة التوظيف في هذه النوع من الاستثمارات أطول من النوع السابق، حيث قد تصل إلى خمس سنوات. ومثالها أن يقوم شخص ما بإيداع مبلغ من المال في المصرف لمدة خمس سنوات. أو أن يقوم بشراء أوراق مالية لمدة لا تزيد عن خمس سنوات أو استئجار أصل ما وتشغيله ضمن المدة المذكورة.

ج/ استثمارات طويلة الأجل:

تتجاوز مدة توظيف الأموال وفقاً لهذا النوع من الاستثمارات خمس سنوات فقد تصل إلى ١٥ سنة أو أكثر. ومثال هذا النوع من الاستثمارات تأسيس المشروعات. وإيداع الأموال لدى البنوك. الاكتتاب في أوراق مالية

---

(١) محمد عبد الغفار، مرجع سابق، ص٤٧.

طويلة الأجل كالأسهم. يكون الغرض الأساس من هذه الاستثمارات تحقيق عائد مرتفع من خلال الاحتفاظ بالأصول المستثمرة لفترة طويلة نسبياً [(١)].

٢/ تصنيف الاستثمارات وفقا للعائد الناجم من هذه الاستثمارات:

أ/ استثمارات ذات عائد ثابت:

كأن يقوم المستثمر هنا بالاكتتاب في أوراق مالية ثابتة الدخل كالسندات والأسهم الممتازة وإيداع الأموال لدى البنوك.

ب/ استثمارات ذات عائد متقلب:

وهنا يكون العائد متغيراً من فترة لأخرى أو من مشروع لآخر، كأن يقوم المستثمر بالاكتتاب في أسهم عادية المتاجرة ببعض السلع والخدمات.

٣/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لقطاعات الاستثمار:

أ/ الاستثمار في قطاع الأعمال العام: يشمل الهيئات العامة ذات النشاط الإنتاجي سواء كان ذلك في شكل سلع أو خدمات ويستثنى من ذلك تلك التي تدخل في قطاع الوسطاء الماليين كالبنوك وشركات التأمين.

ب/ الاستثمارات في قطاع الأعمال المنظم: يشتمل على الشركات المساهمة والتوصية سواءً كانت تابعة للدولة أم للقطاع الخاص.

ج/ الاستثمار في قطاع الأعمال غير المنظم: يشتمل هذا القطاع على شركات الأشخاص من تضامن وتوصية بسيطة.

د/ الاستثمار في الجمعيات التعاونية:

هـ/ الاستثمار في قطاع الخدمات العامة: أي قطاع الدولة وما تقدمه من خدمات، ويشمل هذا القطاع على الخزانة والإدارة الحكومية والبلديات.

و/ الاستثمار في قطاع الأفراد: أي الأفراد والمنشات الفردية والهيئات المحلية.

ز/ الاستثمار في قطاع العالم الخارجي: يشتمل هذا القطاع على المنشآت والأفراد الذين يتعاملون مع مختلف القطاعات الخارجية.

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة: الشكة العربية المتحدة، ٢٠٠٨م، ص٥٦.

ح/ الاستثمار في قطاع الوسطاء الماليين: يشتمل على المؤسسات العامة للتأمين والمعاشات والتأمينات الاجتماعية، وشركات التأمين.

ط/ الاستثمار في قطاع البنوك: أي الإيداع لدى البنوك أو الاكتتاب في السندات والأسهم التي تصدرها [1].

٤/ تصنيف الاستثمارات حسب النشاط الاقتصادي للمستثمرين:

أ/ استثمارات المنشآت التجارية: أي الاستثمار في المنشآت التي تعتمد بالدرجة الأساسية على المتاجرة بالسلع والخدمات. وهذا النوع من الاستثمارات واسع الانتشار في المجتمعات كافة وهو يسهل عملية التبادل بين مختلف الأنشطة.

ب/ استثمارات المنشآت الزراعية: أي الاستثمارات في المنشآت التي يعتمد نشاطها الأساس على زراعة مختلف أنواع المزروعات وجنيها في المواسم المحددة لها، وهي تعرف بارتفاع مخاطرها وانخفاض معدل العائد المتولد عنها نظراً لاعتمادها على الظروف الجوية والعوامل الطبيعية.

ج/ استثمارات المنشآت الصناعية: أي المنشآت التي تقوم بتحويل المواد الخام إلى سلع للاستهلاك أو للاستعمال.

د/ استثمارات المنشآت الخدمية: تعتمد على تقديم الخدمات المختلفة للجمهور مثل الماء والكهرباء والاتصالات والنقل.

هـ/ استثمارات المهن الحرة: كالحلاقين والنجارين والحدادين...إلخ.

و/ الاستثمارات العقارية: تقوم على امتلاك العقارات وبيعها أو إقامة المباني وتأجيرها أو بيعها.

٥/ تصنيف الاستثمارات وفقا لطبيعتها:

أ/ استثمارات حقيقية أو عينية: تشتمل على الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة وتؤدي إلى خلق قيم جديدة.

ب/ استثمارات غير حقيقية أو مالية: لا تؤدي إلى خلق القيم وإنما إلى انتقالها من شخص إلى آخر لتمويل الأنشطة العينية.

---

(١) رضوان وليد العمار، مرجع سابق، ص ص١٠-١١.

٦/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لحجمها:

أ/ استثمارات صغيرة: تتسم بصغر المبالغ التي يتم استثمارها. كذلك صغر المنشآت التي تقوم بالاستثمار من حيث: حجمها وعدد عمالها ومن حيث رأس مالها ونتائج أعمالها.

ب/ استثمارات كبيرة: تكون المبالغ المستثمرة فيها كبيرة. وتقوم بها منشآت كبيرة في: حجمها وانتشارها ورأسمالها عدد العاملين فيه ونتائج أعمالها (١).

٧/ تصنيف الاستثمارات وفقا لمن يقوم بها:

أ/ استثمار شخصي أو فردي: يقوم به شخص واحد يتولى إدارة شؤون هذا الاستثمار من حيث تأمين الاحتياجات والعمل به والبيع، أو يقوم بالاكتتاب بالأوراق المالية. ليس واسع الانتشار لأنه من الصعب على شخص بمفرده أن يحيط بجوانب النشاط كافة.

ب/ استثمار مؤسسي: وهو الاستثمار الذي تقوم به مؤسسة أو هيئة أو شركة. هذا النوع هو الأكثر رواجاً وانتشارا بل وتطوراً وكذلك ذو أثر على الحياة الاقتصادية لمجتمع ما.

٨/ تصنيف الاستثمار وفقا لشكل الملكية:

أ/ استثمار عام: تقوم به عادة الحكومة كونها مالكة لهذا الاستثمار. قد يسمى أيضا الاستثمار في القطاع العام أو القطاع الحكومي.

ب/ استثمار خاص: يقوم به الأشخاص أو الهيئات الخاصة باعتبارهم المالكين لوسائل الإنتاج فيه.

ج/ الاستثمار المشترك: يجمع ما بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص. يقوم الأفراد هنا بشراء حصص في المنشآت الحكومية سواء كانت إنتاجية أو حتى خدمية.

٩/ تصنيف الاستثمارات وفقا للجنسية:

أ/ استثمار محلي أو استثمار وطني: تكون جنسية المستثمرين فيه وطنية أو محلية سواءً كانوا أفراداً أم مؤسسات.

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص ص١١-١٢.

ب/ استثمار أجنبي: تقوم به الشركات والهيئات الأجنبية وتزايد دور هذا النوع من الاستثمارات وانتشاره الواسع في العديد من البلدان سيما في العقد الأخير من القرن العشرين وبداية القرن الحالي في ظل العولمة والانفتاح الاقتصادي والمالي (١).

مقومات الاستثمار:

تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تنطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشروع سواء أكانت أصولاً ثابتة كالأراضي والمباني والآلات، أم أصول متداولة كالنقدية والبضائع والأوراق المالية كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن وأقل مخاطر.

ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي رأي قرار باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة ومن أجل التوصل للقرار الاستثماري فإن على المستثمر (٢):

١. أن يضع جميع البدائل المتاحة.
٢. أن يقوم بدراسة هذه البدائل وتحليلها.
٣. أن يقارن بين هذه البدائل من خلال دراسته لها.
٤. أن يختار البديل الأمثل الذي يحقق له أقصى مصلحة.
٥. أن يضع البديل الأمثل موضع التطبيق.

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار حيالها وتتوقف نوعية القرار الذي يتخذه في هذه المواقف وطبيعته، على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من جهة.

يمكن ملاحظة ثلاث أنواع من القرارات:

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص ص١٢-١٣.
(٢) محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م، ص٣٧.

شكل يوضح أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان: دار وائل لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م، ص٣٧.

وفقاً للنموذج أعلاه يمكن للمستثمر أن يتخذ واحداً من ثلاثة قرارات حسب ظروفه وظروف السوق[١]:

١/ قرار الشراء:

يتخذها المستثمر عندما يجد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الأداء الاستثمارية أكبر من سعرها السائد في السوق.

٢/ قرار عدم التداول:

يلجأ إليها المستثمر عندما يتبين من دراسته للأدوات الاستثمارية المختلفة أن التدفقات الناجمة عنها لن تحقق له أية أرباح بالمقياس مع المخاطر التي يمكن أن تتوافق معها.

---

(١) محمد مطر، مرجع سابق، ص٣٨.

٣/ قرار البيع:

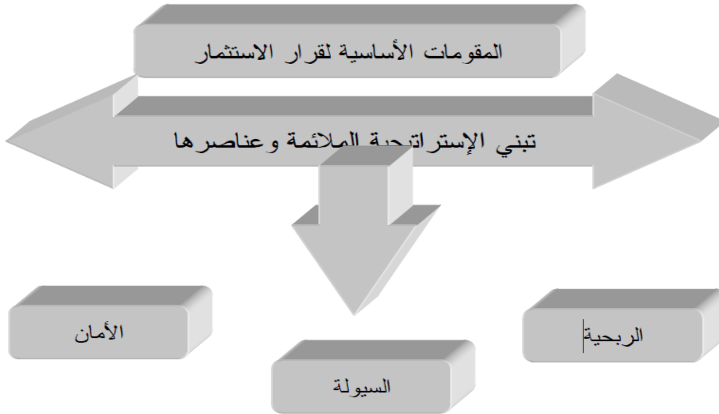
يتخذها المستثمر عندما يرى أن الأسعار التي تدفع في السوق مقابل الأدوات الاستثمارية التي يمتلكها أكبر من تلك الأسعار التي دفعها، أو من القيمة الحالية لهذه الأدوات ومما كان نوع القرار الاستثماري المتخذ فإنه يجب أن يقوم على المقومات الأساسية التالية[1]:

تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار تقوم على رغبة المستثمر وأولوياته في الاستثمار وفق ميله اتجاه كل من الربحية (Profitability) التي تحدد من خلال معدل العائد على الاستثمار الأموال، السيولة (Liquidity) والأمان (Safety) اللتين تتحددان من خلال المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر من أجل الحصول على العائد.

الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الذي يقوم على المدخل العلمي في اتخاذ القرار الذي – يقوم على خطوات هي[2]:

- تحديد الهدف الاستثماري.
- جمع المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ القرار المناسب.
- تحديد العوامل الملائمة التي تتحكم في اتخاذ القرار.
- تقييم العوائد المتوقعة من كل بديل من البدائل الاستثمارية المتاحة.
- اختيار البديل المناسب الذي يحقق الأهداف الموضوعة مسبقاً.

شكل المقومات الأساسية لقرار الاستثمار



---

(١) محمد مطر، مرجع سابق، ص٤٠.
(٢) محمد مطر، مرجع سابق، ص٥١.

المصدر: مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م، ص٤٦.

كما توجد مقومات أخرى لقرارات الاستثمار وتتمثل في الآتي [(١)]:

١. الموقع الجغرافي.
٢. الاستقرار السياسي والاقتصادي.
٣. البنية الأساسية.
٤. العنصر البشري.

١/ الموقع الجغرافي:

يلعب الموقع الجغرافي دوراً هاماً إذا كان فريد ومتميزاً مثل مساهمته في نقل السلع والاتصالات مما يعزز نجاح المشروعات الاستثمارية.

٢/ الاستقرار السياسي والاقتصادي:

إن الاستقرار السياسي والاقتصادي يكون من خلال توافر الظروف الموضوعية المواتية لتحقيق هذا الاستقرار فعلي المستوى السياسي العمل على توظيف التحرك للتعاون لخدمة أهداف التنمية وفتح آفاق رحبة للتعاون الدولي والإقليمي على أساس المصالح المتبادلة، أما على المستوى الاقتصادي تحقيق الأداء الاقتصادي من خلال توافر عناصر القوة فيه بما يدعم خطط التنمية المتواصلة في مختلف المجالات ويساهم في جذب المزيد من الاستثمارات العالمية.

٣/ البنية الأساسية:

تعد سهولة النقل والمواصلات من أهم العناصر الفعالة في نجاح المشروعات الاستثمارية بالإضافة إلي شبكات النقل والمواصلات الداخلية والخارجية التي تربط بين دول العالم الخارجي، أما العنصر الثاني الفعال في جذب الاستثمارات هو تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات التي تحقق التواجد الإعلامي في جميع أنحاء العالم مما أدى إلي ترويج المشروعات الاستثمارية [(٢)].

---

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، القاهرة: دار النهضة العربية، ٢٠٠٧م، ص١٢٠.

(٢) الموقع الالكتروني: www.kenenaonline.com، ٢٠١١/٢/٢١م.

٤/ العنصر البشري:

يعتبر العنصر البشري من مقومات الاستثمار لذلك لابد من تخريج قوى عاملة واعدة، وماهرة ومدربة في مختلف الجوانب التطبيقية وبأجور مناسبة.

قرارات الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار أهم وأصعب وأخطر القرارات التي تتخذها الإدارة بالمشروع في ذات تأثير على بقائه واستمراره ونموه، ولا تقتصر هذه الاستثمارات على الأصول الثابتة فقط وإنما أيضاً الزيادة في الأصول المتداولة والمترتبة على الاستثمار، ونفقات البحوث والتطوير وبصفة عامة تشكل الاستثمارات في الأصول والبحوث الجانب الأكبر من الاستثمارات وتستدعي عناية خاصة لثلاثة أسباب:

١. يصعب بعد الشروع في تنفيذ الاستثمارات الثابتة التخلي أو العدول عنها بسبب ضخامة حجم الأموال التي تم إنفاقها في مرحلة الإعداد ومعنى التخلي عن الاستثمار تحمل خسائر مالية ضخمة.
٢. المخاطر المترتبة عند العدول عن الاستثمار لانعدام المرونة لكثير من الاستثمارات الثابتة، ونعني بالمرونة السرعة في الرجوع إلي الوضع المبدئي (ما قبل الشروع في تنفيذ الاستثمار).
٣. تعتبر تكلفة الخطأ المترتبة على الاختيار الخاطئ للاستثمار عالية [(١)].

وبالرغم من أهمية الاستثمار ودوره في الاقتصاد والتمية والاقتصاد فإنه عملية تحفه كثير من الصعاب والمخاطر، فالاستثمار في أي من المجالات الاستثمارية ومن أي جهة من الجهات، في القطاع العام أو الخاص، يتأثر بعوامل عديدة وعوامل متغيرة أثناء فترة الاستثمار هي العوامل الاقتصادية والسياسية [(٢)].

صعوبات قرار الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار من أصعب القرارات التي تتخذ لسببين رئيسيين:

---

(١) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٧م، ص٢٧٥.

(٢) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الإسكندرية: دار المعارف، ٢٠٠٣م، ص٢٠.

١. إنه يعتمد كلياً على التنبؤات.

٢. مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متمشياً مع أنشطة الشركة وأهدافها وسياساتها [(١)].

إن اتخاذ القرار سواء كان صاحبه مديراً أو رئيساً أم مواطناً صغيراً يحتاج إلي الشخص سبق تدريبه على هذه العملية وقد نجد أن كثرة من أكتسب هذه المهارة فأصبح قادراً على اتخاذ القرار الذي هو محور العملية الإدارية بل أنه قلب الإدارة طبقاً لرأي هويات سيمون الذي اعتبر أن القرارات ما هي إلا سلسلة متصلة من الحلقات فكل قرار يسبق قرار ويتبعه قرار إلي أن يتم تنفيذ وتحقيق الأهداف، مثال تلك القرارات التي تصدر من ديوان الوزارة يكون قد سبقها قرار من رئاسة مجلس الوزراء ثم تبعها قرارات أخرى من المديرية التعليمية ثم قرارات تليها على مستوى المدرسة [(٢)].

فمن الضروري أن تحدد الإدارة العليا بطريقة واضحة، الأهداف والسياسات العامة والتي على ضوئها تشكل سياسة الاستثمار بما يتفق مع هذه السياسات لابد من معرفة العناصر المؤثرة في قرار الاستثمار سواء تلك التي يمكن التعبير عنها في شكل كمي أو نوعي، فقد يترتب على هذه العناصر تدفقات نقدية أو تدفقات مالية فإغفال الاستثمار في نهاية مدة الاستثمار، سواء بالنسبة للأصل الثابت أو المتداول، يؤدي إلي اتخاذ قرار خاطئ، فهذه القيمة لها تأثير ملموس من الناحية المالية وعلى العائد [(٣)].

فإغفال عنصر معين قد يكون له تأثير على القرار وأيضاً أخذ عنصر معين ليس له علاقة بالقرار قد يؤدي إلي اتخاذ قرار مخالف للواقع.

فإن اتخاذ قرار من هذا الشأن يعني أن الجهة المستثمرة قد تخلت عن فرصة بديلة لاستثمار رأس المال في سبيل ربط هذا القدر من رأس المال بمشروع معين لفترة محددة من الزمن [(٤)].

---

(١) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص٢٧٠.

(٢) الموقع الالكتروني: www.sis.gov.eg/ar/economy ٢٠١١/٢/٢١م.

(٣) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص٢٢١.

(٤)- شوقي حسين عبد الله، مرجع سابق، ص١١٣.

تأثير قرار الاستثمار على قرار التمويل:

تؤثر قرارات الاستثمار تأثيراً مباشراً على قرارات التمويل ممثلاً في[1].

أنه إذا ترتب على تنفيذ اقتراح استثماري ما، تغيير في تشكيلة الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال بسبب زيادة نسبة حقوق الملكية، فسوف يترتب على ذلك زيادة في الطاقة الاقتراضية ويصبح من المتوقع قيام المنشأة بالتخطيط للحصول على قرض إضافي، عندما تكون هناك حاجة مستقبلية لمزيد من الموارد المالية وتتحدد قيمته بالتكلفة المبدئية للاقتراح (وهي تعادل قيمة الزيادة في حقوق الملكية) مضروبة في نسبة الاقتراض إلي حقوق الملكية.

وغنى عن البيان أن الميزة التي يقدمها الاقتراح الاستثماري إلي الطاقة الاقتراضية سوف ترد إليه كيف؟ من المعروف أن حصول المنشاة على قروض إضافية يزيد من الوفورات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة، بما يعادل قيمة العوائد على القروض الإضافية مضروبة في معدل الضريبة ولما كان السبب الأساسي في تحقيق الوفورات الضريبية الإضافية هو الاقتراح الاستثماري، فينبغي – طبقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية المعدل – أن تعتبر هذه الوفورات من بين المكاسب التي تؤخذ في الحسبان عن تقييمه[2].

مفهوم وأهمية وأهداف التمويل:

أولاً: مفاهيم التمويل:

يعتبر التمويل النشاط الرئيسي الذي يرتكز عليه الاستثمار في الشركات والمؤسسات ويتمثل في كيفية الحصول علي الموارد المالية من مصادر داخلية وخارجية وتوزيعها علي الاستخدامات المختلفة.

ويعرف التمويل بعدة تعريفات هي:

أن التمويل هو عن أو علم أو نظام معالجة القضايا المالية في الدولة أو الشركة وتدبير الأموال والقروض وتنظيم إدارتها[3].

---

(١) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص٤٣١.

(٢) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٨م، ص٦٩٤.

(٣) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، السودان: المكتبة الوطنية، ٢٠٠٦م، ص٢٣.

بمعني أنه أحد العلوم والفنون في النظرية الاقتصادية لأنه يرتكز علي وصف وتحليل أساليب التمويل المختلفة وتنظيم استخدامها داخل الشركة.

كما ويعني (تدبير الأموال والاهتمام بوجود النقدية في خزاين المنشات) [1]، بمعني توفير مصادر الأموال والحصول علي الأموال لتغطية مخزون النقدية في المؤسسات وضمان الوفاء بالتزامات الشركة المستحقة للغير ويبدأ ذلك علي تركيز التعريف علي الاحتياطات المالية للمنشأة سواً كانت زراعية أو صناعية أو خدمية أو للإفراد.

كما يعرف بأنه (الحصول علي الأموال ثم إدارتها) [2]. ويعني ذلك البحث في كيفية علي المال واستعماله في أوجه الاستخدام الأمثل له.

وانه يعني كذلك (تزويد المستثمر بالأموال اللازمة للقيام بالاستثمار [3]، بمعني إمداد المستثمرين الذين يوجد لديهم مشروعات أجهزة ولكنها مفتقدة لرأس المال اللازم لقيامها لذلك يتم تمويلها بكل ما تحتاج إليه من مستلزمات. وكما تم تعريفه بأنه (هو احد مجالات المعرفة ويتكون من مجموعه من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول علي الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات [4].

كما عرف بصور عامة بأنه (عملية تكوين المخصصات النقدية المتاحة وتوزيعها أو استخدامه لضمان استمرار عملية إعادة الإنتاج علي مستوي الاقتصاد الوطني ومستوي المنشأة الإنتاجية أو الخدمية [5].

بمعني إعداد المخصصات التي يتم بها مواجهة الإحداث المشكوك في حدوثها والتي تكون عندما يراد استخدامها وإعادة توزيعها علي مستويات الاستخدام داخل المنشآت في كل الأقسام الإدارية فيها وذلك لتجعلها قادرة علي الاستمرار وتحقيق أهدافها التي ترمي إليها.

---

(١) المرجع السابق ذكره، ص٢٣.
(٢) المرجع السابق ذكره، ص٢٤.
(٣) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩٣م، ص٢٠٦.
(٤) الصديق طلحة محمد رحمة، مرجع سابق، ص٢٢.
(٥) الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com ٢٠١١/٢/٢١.

وكذلك يعرف بأنه (هو تأمين التمويل اللازم من مصادر متنوعة في صورة قيم نقدية أو عينية ذات قيمة نقدية واستخداماتها في تكوين القيم المادية والحفاظ علي استمراريتها) [1].

بمعني توفير المال اللازم سواء كان نقداً أو في صورة أصول (ثابتة أو متداولة) يمكن تحويلها إلي سيولة بصورة سريعة واستخدام هذا المال في إعداد المركز المالي للمنشآت واستمرار تغذيته المالية.

وعرف أيضاً بأنه المفهوم الواسع (هو جميع المعاملات والصفقات المالية التي تؤدي إلي تغيرات في تركيب القيم المادية وعلاقات الملكية) [2]. بمعني كل ما تقوم به المنشأة من التزامات تعاقدية من شأنها تغيير في زيادة الأصول أو النقدية الموجودة في المنشأة وكذلك تغير في الطبقة المالكة لها وتظهر هذه الالتزامات في الميزانية للشركة.

ويري الباحثون أن اشمل تعريف هو تعريف رقم "٥" وذلك للاتي:

١- لأنه أكد أن التمويل علم قائم بذاته وله مفاهيمه وأهدافه وإطاره العلمي ومجال تطبيق يستند عليه.
٢- أن وظيفة التمويل الأساسية هي الحصول علي الأموال للاستخدام الأمثل وذلك باختيار المصدر الأمثل الذي يحقق أهداف المنشأة.
٣- أبرز التعريف أهمية استخدام الأموال الاستخدام الأمثل وذلك في كيفية إدارتها من ناحية الأفراد ومنشأة الأعمال وكافة المؤسسات الخدمية وكذلك توفير المال لهم متى ما تطلب الأمر ذلك.

يري الباحثون إن التمويل هو (الأداة العملية والعلمية التي يتم بواسطتها الحصول علي الأموال اللازمة لإدارة المشروعات سواء كانت صناعية أم صناعية أم خدمية وضمان تسديد التزاماتها والحفاظ علي قيمتها السوقية وضمان إستمراريتها بالقيام بأعمالها الموكلة إليها.

---

(١) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، مرجع سابق، ص٢٢.

(٢) الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com ٢٠١١/٢/٢١.

أهمية التمويل:

التمويل يعتبر مهم جداً في جميع المؤسسات والمنشات ويرجع ذلك إلي الحاجة الاقتصادية للسلع والخدمات التي يحتاج الناس في حياتهم اليومية حيث يؤدي رأس المال في المجتمعات الحديثة دوراً رئيسياً في إتباع الحاجات وتنوعها. كما زاد الاهتمام بالتمويل واعتباره علم مستقل بزاته بعد أن ازداد الاهتمام بالتحليل المالي ودراسات التدفقات النقدية والتخطيط المالي وظهور البرمجة الخطية. وامتد من كونه أداة للحصول علي الاحتياجات المالية إلي النظام المالي ككل فأصبحت مكونات التمويل متعددة وكثيرة وشملت التنظيم المالي والتخطيط المالي والسيولة النقدية والاستثمار طويل الأجل – مصادر الحصول علي الأموال والمؤسسات المالية وأسواق المال والأساليب الفنية للحصول علي الأموال فأصبح علماً لاتخاذ القرارات والأساليب كطريق لنجاح المؤسسات ويتمثل في الحصول علي أكبر عائد من الأموال المستخدمة في مختلف الأصول.

ويتمثل التمويل في المهام الآتية:

١- تكييف الوسائل النقدية المتاحة مع العمليات المادية بأنواعها المختلفة الضرورية اجتماعية.

٢- تحقيق أعلي عائد ممكن من خلال الدورة السريعة للمخصصات المالية في عملية تجديد الإنتاج الاجتماعي.

٣- تحقيق مبدأ العقلانية والتوفير عند إنفاق هذه المخصصات في العمليات المادية التي إنجازها علي مستوي المؤسسات

٤- الحصول علي الأموال التي يتم بواسطتها تشغيل أعمال المنشأة وهي استثمار النقدية وحسابات للقبض والبضاعة والآلات والمعدات وذلك لزيادة الاستثمار في احد الأصول وتقليله في أصل أخر أو زيادة أحد الخصوم مثل "زيادة الاقتراض.

٥- التمويل يقوم بتحديد نوعية الاستمارة من بين عدة بدائل تتنافس مع بعضها "مثل" اقتراح زيادة مخزون بتفضيله علي بدائل أخري مثل شراء الآلات الجيدة أو زيادة مصروفات الإعلان[1].

---

(١) شوقي حسين عبد الله التمويل والإدارة المالية، القاهرة: مكتبة النهضة العربية، ١٩٨٠م، ص٢٥.

٦- تتمثل أهمية التمويل في إعادة توزيع الدخل والأصول بين مصادر الأموال وتحديد أفضل طريقة للحصول علي الأموال من تلك المصادر المتاحة [١].

٧- تأثر مصدر معين علي تكلفة التمويل من المصادر المختلفة والتغيرات المتوقعة في هذه التكاليف والعلاقات القائمة فيما بينها [٢].

وتوضح أي جانب ذلك أن مصادر الحصول علي الأموال أو الأصول يمكن أن تكون مصادر داخلية "الإرباح المحتجزة " أو خارجية كما ويقوم التمويل بحساب العائد والتكلفة المتوقعة بالنسبة لكل أصل أو استخدام أضافي للأموال. وما هي قيمة الأموال الكلية التي ينبغي علي المؤسسات والشركات استخدامها ومعرفة الطريقة التي تستخدمها هذه الشركات للحصول علي الأموال. وذلك حسب فرص الاستثمار المتاحة والظروف المؤثرة علي مصادر الحصول علي الأموال. وذلك يؤدي إلي تحديد حجم الشركات والطريقة التي تنمي بها والشكل الذي يتم به الاحتفاظ بالنقدية والأصول وتركيب الخصوم بالطريقة التي تناسب هذه الشركات [٣].

وعلي ذلك فإن التمويل يشمل مجموعة من المهام والتي تدل علي مقدار أهميته من الحصول علي الأموال وإدارتها في نواحي متعددة. ويرجع هذا الاهتمام إلي الحاجة الماسة إلي السلع والخدمة في مجال الاقتصاد والمجتمع وفي شتي المجالات ولان رأس المال المعتمد علي التمويل في المجتمعات الحديثة يؤدي دوراً أساسياً في إشباع هذه الحاجات في شتي المجالات [٤].

ثالثاً: أهداف ودوافع التمويل:

أن الهدف الأساسي التي تهدف إليه كل مؤسسة اقتصادية هو تحقيق أكب عائد يقوم بتغطية متطلبات الشركات والمؤسسات وتغطية مستلزماتها والتزاماتها وهنالك أهداف أخري تتمثل في:

---

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل و الإدارة المالية، مرجع سابق، ص٣٥.
(٢) المرجع السابق ذكره، ص٤٠.
(٣) المرجع السابق ذكره، ص٤٣.
(٤) المرجع السابق ذكره، ص١١.

١- استخدام الموارد التي تم الحصول عليها الاستخدام الأمثل بشكل يؤدي إلي زيادة فعاليات عمليات وإنجازات المؤسسة إلي الحد الأقصى وذلك بالتوصل إلي قرارات استثمارية سليمة وعمليات فعالة مع وجود مصادر أموال مختلفة يمكن الحصول منها علي الأموال واختيار أفضلها.

٢- تحقيق أقصي ثروة للمساهمين من خلال تحقيق المنفعة القصوى لهم والتي تقاس بقيمة أسعار الشركة في الأسواق المالية.

٣- تحقيق أقصي ربح مقابل تحقيق أقصي ثروة وذلك بزيادة الربح الإجمالي للشركة وزيادة ربحية السهم.

٤- توسيع وتضخيم الشركة وتحقيق القيمة القصوى للشركة من ناحية إجمالية.

٥- تحقيق رفاهية ومنفعة المجتمع(١).

٦- تحقيق وتقييم الخدمات والمقدرة علي إبقاء واستمرارية الشركة مع الرضي الشخصي والعام.

٧- تحديد المصدر الذي يضيف أقل التكاليف أي التمويل والذي يؤدي استخدمه أي تحقيق إيراد إضافي.

والذي يكون بالشروط التي تتناسب مع احتياجات الشركة المرتقبة وحسب حالة الشركة في الوقت الحاضر وفي المستقبل(٢).

٨- تحقيق أقصي قيمة حالية للمنشأة ولأصحابها أي تعظيم الربح في الأجل الطويل.

٩- تحديد نظام سليم وأساس جيد لتوجيه الأموال إلي الشركة واستخدامها فيما يحقق الأهداف طويلة الأجل وذلك: بجمع كل المعلومات اللازمة عن طريقة الاستثمار والتمويل المتاحة وتحليل مزود

---

(١) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩٣م، ص ص٢٧-٢٩.

(٢) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص٢٥.

بالمقاييس العلمية التي تساعد في تحقيق الهدف العام والأهداف العامة للشركة بأفضل طريقة ممكنة من استخدام أمثل للأموال[1].

١٠- القدرة علي اتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الربط بين سياسات الأنشطة المختلفة كأسلوب دقيق وهادف للاستخدام الأمثل للإمكانيات التمويلية المتاحة في المؤسسات الإنتاجية والخدمية.

١١- تحقيق الوالغة المثلي لضمان استمرارية المؤسسات وقدرتها علي الوفاء بالتزاماتها وتحقيق أفضل ربحية اقتصادية ممكنة.

كما تشتمل دوافع التمويل في:

١- في اقتصاديات السوق وذلك لوجود الربحية.

٢- والمنافسة الحادة بين المؤسسات الاقتصادية الإنتاجية والخدمية لتثبيت موقع الشركات في السوق ومواجهة التحديات والمنافسة وتحقيق أقصي إيراد من الاستثمار.

٣- تحقيق الاعتماد الذاتي في الإدارة والتمويل وتقليص دور الأجهزة المركزية في مجال تخطيط المنشآت.

٤- تطوير النشاط الاقتصادي وفق الأسس المالية والمحاسبية المعتمدة علي حساب التكلفة واستخدام الفوائض المالية.

٥- زيادة مقدرة المنشأة التمويلية التي تدعم إمكانية المنشأة علي زيادة طاقتها الإنتاجية ودعم مركزها المالي بحيث تصبح أكثر قدرة علي إيجاد موقع ثابت لها في سوق المنافسة مع قابليتها للتطور المستمر[2].

أنواع التمويل:

أنواع التمويل هي المصادر التي يتم منها تمويل جميع المشروعات علي المستوي الخاص والعام ويتقدم إلي:

أولاً: التمويل الخاص والذاتي: ويشتمل علي مساهمة صاحب أو أصحاب المشروع في التمويل في حين يفهم من التمويل الذاتي استخدام جزء من إيرادات المشروع في عملية التمويل وفق قرارات إدارة المشروع.

---

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص٣٩.

(٢) الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com ٢٠١١/٢/٢١.

ومن أهم مصادر التمويل الداخلي (أموال الملكية) وهي طويلة الأجل وتعتبر في الشركات عبارة عن الأسهم العادية الممتازة والأرباح المحتجزة.

١/ الأسهم العادية:

وهي عبارة عن أوراق مالية تعدها الشركات للحصول علي الأموال الدائمة "رأس المال" ويحمل كل منها قيمة أسمية تمثل جزء من رأس المال، أي أن رأس المال يقسم إلي عدد من الأسهم تمنح حاملها حق ملكية الشركة وتحمله المخاطر حسب نسبة مساهمته وفي حالة تصفية الشركة لا يحق لحامل السهم العادي المطالبة بحقوقه في التصفية لا بعد تسوية كافة المطالبات الأخرى كحقوق المقرضين وحقوق حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة كما يحق لحامل السهم العادي الحصول علي الأرباح إذا ما حققت الشركة أرباحاً وفي حالة تحقيق خسائر لا يحق له الحصول علي عائد أو لم يتخذ قرار بتوزيع الأرباح وبحقله حضور الجمعية العمومية والاشتراك في قراراتها والإستراتيجية ولسهم العادي عدة قيم بخلاف القيمة الاسمية ومنها:

أ) **القيمة الدفترية:** وهي قيمة موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع الالتزامات في ذلك الوقت أو حاصل قيمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية.

ب) **القيمة السوقية:** السعر الذي يتم به تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.

ت) **القيمة التصفوية:** هي نصيب السهم من تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

وتعتبر الأسهم العادية أقل خطورة وأكثر مرونة من المصادر الأخرى وال تحمل عبئاً للشركة ولا ضغوطاً على سيولتها وأنسب المصادر في حالة وجود قيود كما يعاب عليها زيادة قاعدة المالكين للشركة وزيادة توزيع الأرباح وزيادة تكلفة التمويل[1].

---

(١) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، د ن: ٢٠٠٤م، ص٣١.

٢/ الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية ومن مصادر التمويل طويل الأجل وتقوم بين الأسهم العادية والقروض وهي أيضاً من أموال الملكية أي لا يحدد تاريخ لردها وللأسهم الممتازة الحق في الحصول على الأرباح الموزعة كما ليس لها الحق في التصويت أو التمثيل في مجلس الإدارة كما يوجد سقف محدد للحصول على الأرباح المحددة وتنقسم الأسهم الممتازة حسب حقيبتها للأرباح الموزعة إلي:

الأسهم الممتازة ذات الأرباح الموزعة تراكمياً فتنتقل من السنة إلي السنة التالية وكذلك الأسهم الممتازة غير التراكمية وهي عكس النوع الأول كما هناك الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح المتبقية من حملة الأسهم العادية والأرباح عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

كما يتميز التمويل عن طريق الأسهم الممتازة بعدة مزايا هي:

إن عدم دفع الأرباح لحملة الأسهم لا يؤدي إلي إفلاس الشركة كذلك عدم النص على مشاركة الأسهم الممتازة في الأرباح يزيد من صحة السهم العادي كما لا تؤثر الأسهم الممتازة على إدارة الشركة كما يمكن استبدال الأسهم بوسائل تمويل أخرى أقل تكلفة وإصدار الأسهم الممتازة قد يزيد من تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة لها ولكن يعاب على الأسهم الممتازة إذا تركم العوائد قد يؤدي ذلك إلي تعرض الشركة لبعض الصعوبات المالية كما يمكن أن يكون التمويل عن طريق الأسهم الممتازة أعلى تكلفة من الوسائل الأخرى[١].

٣/ الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة من أقل أنواع التمويل تكلفة وأقلها خطورة وأن كان ذلك مرهوناً بإتباع الشركة لسياسة حكيمة توازن بين توزيع جزء من الأرباح على المساهمين والاحتفاظ بالجزء الآخر ليشكل مورداً ذاتياً لتمويل

(١) عبد الغفار عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، مرجع سابق، ص٣٣.

النمو والتطور في الشركة، فكلما ارتفع معدل توزيع الأرباح كلما قل معدل احتجازها وقل بالتالي فرصة الشركة في تمويل استثماراتها من هذا المصدر قليل التكلفة عديم الشروط، فالأرباح المحتجزة مفروضة بحكم القانون لتكوين الاحتياطات للمساعدة على نمو الشركة وزيادة تحسين الوضع الائتماني والقدرة على الاقتراض.

ويتميز التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بأنه لا يحتاج إلي جهد كبير أو مفاوضات في الحصول عليه لأنه متاح لكل المؤسسات الرابحة وليس عليه شروط تؤثر على الأوضاع الاقتصادية للشركات كما لا تؤثر على الإدارة القائمة من حيث التغير في عدد الأصوات[1].

ثانياً: التمويل الخارجي:

١/ القروض:

هي عبارة عن اتفاق بين المقرض والمقترض يتم بموجبه حصول المقترض على مبلغ من المال يلتزم برده لمقرض في موعد معين تحددها شروط الاتفاق ويتوقع المقرض استرداد قيمة أسهمهم طالما أن المشروع مستمر في العمل وذلك عند حلول أجل السداد المتفق عليه ويحصل كذلك المقرض على فوائد ثابتة كما لهم الأولوية في الحصول على هذه الفوائد حتى لو لم تحقق الشركة أرباح ولهم أحقية المشاركة في الجمعية العمومية نظرا للخطر الذي يتعرض له أصحاب القروض.

أنواع القروض:

أ. **الائتمان التجاري:** هو الائتمان الذي يمنحه البائع للمشتري على شكل بضاعة يقوم المشتري بإعادة بيعها لسداد قيمتها للبائع لاحقاً وعادة ما يكون هذا الائتمان قصير الأجل في شكل حساب جاري، ويتأثر الائتمان التجاري بالمركز المالي للبائع بالمرونة والسهولة في منحه وهو المصدر الوحيد للتمويل في المؤسسات صغيرة الحجم ويتميز بالاستمرارية في تجديده.

---

(١) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م، ص٤٦٣.

ب. **الائتمان المصرفي:** هو القرض الذي تحصل عليه المنشأة من أحد المصارف التجارية بهدف سد احتياجاتها الآنية والطارئة وهي ما قروض طويلة الأجل أو قصيرة الأجل ومن أمثاله الحساب الجاري المدين والاعتمادات بضمان البضائع.

ت. **الأوراق التجارية:** هي أداء للتمويل قصير الأجل وهي السندات الأذنية والسندات لأمر وليست الكمبيالات والشيكات وشهادات الإيداع وتتميز بانخفاض تكلفتها وسهولة إجراءاتها واتساع قاعدة تسويقها ويعاب عليها تعرضها للتأثير السريع بالظروف الاقتصادية.

٢/ السندات:

عبارة عن وثائق ذات قيمة اسمية غير قابلة للتجزئة ولكنها قابلة للتداول يكتتب فيها المسئولين وبذلك تصبح اتفاقاً بين الجهة المصدرة له والمكتتب فيها ويقض هذا الاتفاق بأن يقرض المكتتب مبلغ السند إلي الجهة المصدرة لفترة محددة وبسعر حملة الأسهم ولا يحق لهم الاشتراك في الجمعية العمومية أو التصويت.

أنواع السندات:

أ. **السند لحامله:** وهو القابل لتداول عن طريق الشراء والبيع حيث يدفع لحامله الفائدة وأصل الدين.د

ب. **السند الاسمي:** تتحقق الحماية للسند من السرقة والتلاعب لأنه مسجل باسم شخص معين ولا يدفع المبلغ والفائدة إلا له.

ت. **السند القابل للتحويل إلي سهم:** وذلك بناءاً على رغبة حامله ووفقاً للشروط يمكن تحويل السند إلي أسهم عادية.

ث. **السند المضمون:** أي المضمون برهن ثابت للأراضي والآلات أو الأوراق المالية.

ج. **السند غير المضمون:** أي غير مضمون بأصل معين ولكن مضمون بالمركز الائتمائي للشركة.

ح. **السند الذي لا يحمل معدلاً للفائدة:** وهو الذي يصدر بخصم من القيمة الاسمية على أن يسترد المكتتب القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق والفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يستحقها المكتتب.

خ. **السند ذو سعر الفائدة:** وذلك وفقاً لمعدلات التضخم أو أسعار الفائدة في السوق.

د. **سند الدخل:** وهو الذي لا توقع عليه فوائد إلا بعد تحقيق دخل المنشأة المصدرة له، وأيضاً هناك سند Junk bank ذات مخاطرة عالية وسندات الحكومة التي تصدرها الدولة وتباع في البورصة[1].

٣/ الاستئجار:

وهو الانتفاع بالأصل دون امتلاكه في مقابل دفع مبلغ للمالك وذلك بصفة دورية تزيد من مخاطرة المالية والتأجير أما مالي أو تشغيلي والتأجير المالي أو الرأس مالي هو عقد غير قابل للإلغاء يلتزم فيه المستأجر بدفع أقساط نقدية لمالك العقار الأصلي تعادل في مجموعها قيمة الأصل مضافاً إليها الفائدة وتنتهي بتمليك الأصل للمستأجر ويلتزم المستأجر بخدمات الصيانة والتأمين والضرائب.

أما التأجير التشغيلي أو تأجير الخدمات فهو الانتفاع من خدمات الأصل دون الانتهاء بتمليك الأصل فيمكن أن تكون مدة التأجير التشغيلي أقل من العمر الإنتاجي للأصل المؤجر ويجوز إلغائه أو تحديده للمستأجر الأول أو أي مستأجر آخر لذلك تكون دفعات الإجارة كافية لتغطية تكاليف الأصل كما في التأجير المالي ولكن تكلفة المالي قد تكون أعلى من تكلفة التأجير التشغيلي.

تختلف نظرة المستأجر للإيجار عن نظرة المؤجر فالأول ينظر إليه من حيث التكلفة بمعنى لا ينظر إليه إلا إذا كانت تكلفته أقل من تكلفة شراء

---

(١) عبد الغفار حنفي، ورسمية قياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سابق، ص٤٩٤.

الأصل أما المؤجر فينظر إلي دفعات الإيجار من زاوية أنها مناسبة مع استثماره أم ويضع في اعتباره سعر الفائدة وتركيز دفعات السداد في نهاية المدة مع طول فترة الاستئجار وكذلك في حالة إتباع طريقة الاستهلاك تمكن من تحقيق وفر ضريبي أو تخضع المؤجر لضريبة أكبر[(١)].

فهذه جميعها تعتبر مصادر للتمويل ويتم اختيار المصدر الأمثل للتمويل بعد دراسة وافية من قبل الإدارة لاختيار البديل الذي يتناسب مع إستراتيجيات وسياسة الإدارة والذي يحقق لها أهدافها بأقل تكلفة وأكبر عائد ممكن.

قرارات ومقومات التمويل:

أولاً: قرارات التمويل:

تؤثر قرارات التمويل على قيمة أسهم الشركة من خلال تأثيرها على حجم مكاسب الربحية وعلى درجة مخاطرة الشركة وتؤثر القرارات المتعلقة بسياسة الشركة أي تخضع للقيود الحكومية في الربحية والمخاطرة وهذان العاملان يحددان معاً قيمة المنشأة ويضمن ضرار سياسة الشركة الرئيسي اختيار الصناعة التي فيها ستقدم الشركة بعمليات الإنتاج والتسويق وبعد أن يتم هذا الاختيار فإن الربحية والمخاطرة تتحدان من خلال القرارات المتعلقة بحجم الشركة وأنوع المعدات المستعملة وحالات السيولة في الشركة.

وهذه القرارات بشكل عام تؤثر على ربحية ومخاطر الشركة مثل ذلك إذا قررت الشركة تمويل المشروع من خلال قرض إضافي فهذا سيزيد من معدل العائد على رأس المال المساهمين ولكن في الوقت ذاته سيزيد نسبة المخاطرة لأن المخاطرة تتناسب طردياً مع مقدار القرض لذلك فإن المدير المالي يسعى إلي أن يتوصل إلي نقطة توازن بين العائد والمخاطرة التي تتحقق أقصى ثروة لمساهمين الشركة وهذا يسمى التوازن بين العائد والمخاطر[(٢)].

كما ترتبط قرارات التمويل بهيكل التمويل ودرجة المتاجرة في الملكية والمخاطرة المالية المرتبطة بهيكل التمويل والعائد الناتج عن طريق التمويل[(٣)].

---

(١) سيد الهواري، أساسيات الإدارة المالية، القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م، ص ص٧٢-٧٣.

(٢) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الأول، ترجمة عدنان داعستاني وأحمد نبيل عبد الهادي، المملكة العربية السعودية: دار المريخ، ١٩٩٣م، ص٣٩.

(٣) سيد الهواري، أساسيات الإدارة المالية، القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م، ص٢٧.

ومن القرارات الأساسية التي تتخذ في مجال التمويل هي القرارات التي تختص بعمليات الحصول على الأموال والاستخدام الاقتصادي للأموال عن طريق المقارنة الرشيدة بين مزايا الاستخدامات المحتملة وبين تكلفة المصادر البديلة المحتملة لتحقيق الأهداف المالية العامة ويفترض في ذلك أن الاقتراحات الخاصة باستخدام الأموال معروفة وكذلك الظروف الحالية والمستقبلية للفن الصناعي والأسواق والخدمات ورأس المال ومراقبة القرارات الخاصة باستخدام الأموال أو إعادة الاستثمار بالنسبة لاستخدامات جديدة أو حالية وكذلك يهتم التمويل باتخاذ القرارات الخاصة بزيادة الأصول والاستغناء عنها [١].

كما زاد الاهتمام بالقرارات المالية في السنوات الأخيرة وزاد الاعتقاد بأن الإجراءات الصحيحة الموازنة الرأسمالية تتطلب مقياساً دقيقاً لتكلفة التمويل ومراقبة هذه القرارات للوصول إلي الهدف الأساسي لإدارة المال وهو زيادة قيمة المشروع[٢].

كما يجب في اتخاذ قرار التمويل تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية واستثمار الأموال المتاحة للمنشأة أو الموجودة تحت تصرفها بكفاءة عالية ولذلك أهمية كبيرة [٣].

كما أن تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية أهمية خاصة لأن هذا التوازن يؤثر على استقلالية المنشأة من ناحية ويؤثر من ناحية أخرى على ربحية المنشأة وهنا تكمن أهمية هذا التوازن وعادة تحصل المنشأة على أموالها من المصادر الداخلية التي تتمثل في استثمار أرباحها المحتجزة واحتياطاتها والخارجي مثل زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة بالنسبة للشركة المساهمة أو زيادة نصيب الشركاء في شركات الأشخاص[٤].

---

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، القاهرة: مكتبة النهضة العربية ١٩٨٠م، ص٣٦.

(٢) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة: الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٨م، ص٢٤.

(٣) محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ٢٠٠٨م، ص٢١.

(٤) محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مرجع سابق، ص٢١.

مما سبق نقصد بالقرار عملية الاختيار بين البدائل المختلفة واختيار البديل الأمثل والأفضل والممكن التنفيذ وهذا الاختيار بناءاً على التصور والمبادأة والإيداع والنطق والبعد عن التحيز وبناءاً على مقدرة البديل على تحقيق الأهداف في أقصر وقت ممكن وأقل تكلفة ممكنة ويوصف بالقرار الرشيد (١).

ثانياً: مقومات التمويل:

وتتمثل مقومات التمويل في الآتي:

- من مقومات الأساسية للتمويل هو ظهور الثورة التكنولوجية وما أفرزته وأنتجته من أجهزة متقدمة أصبحت لا يمكن الاستغناء عنها أو ممارسة النشاط بدونها وإلا كانت نتائجه غير مؤكدة ومشكوك في سلامتها وأدى ذلك إلي توسيع وتنوع الاحتياجات والرغبات.
- ومن المقومات أيضاً الاحتياجات والرغبات الخاصة بالمستهلكين في الأسواق المالية والدولية المختلفة وازدياد قدرة المشروعات المماثلة والمنافسة على إشباع هذه الاحتياجات والرغبات.
- ارتفاع الدخول المستمر في الدخول وسيادة المستهلك وسيادة قوى المنافسة ونظم البيع الالكتروني التي توفر الوقت والجهد والتكلفة.
- ظهور النظام العالمي الجديد بكافة أبعاده وجوانبه الاقتصادية والسياسية والثقافية والاجتماعية والإنسانية الذي يعمل على توسيع الأسواق ودمجها جميعاً في سوق عالمي واحد فائق التطور في وسائله وأدواته الإشباعية.
- امتلاك القوة والنفوذ للمشاكل والمحددات والقيود والضوابط التي تحيط بممارسة النشاط وامتدادها من جانب مؤسسات دولية ما يمكنها من فرض احترام وتطبيق (٢).
- الإمكانيات والمواد والقدرات المتوفرة والتي يوفرها المشروع وتعداد الخيارات أمامه.

---

(١) الموقع الالكتروني: www.broonzah.net ٢٠١١/٢/٢١م.

(٢) الموقع الالكتروني: www.broonzah.net ٢٠١١/٢/٢١م.

- توفير الآمال والأهداف والطموحات التي يسعى المشروع إلي الوصول إليها سوءاً لذاته أو للعاملين فيه أو للمتعاملين معه.

وهذه المقومات والعوامل السابقة هي الحاكم والمتحكم في رؤية وفكر وتوازنات متخذ القرار وبالتالي فإن وجودها يمثل ضابطاً ويؤثر على وجود القرار والقرار هو وليد هذا كله بل نتاج تفاعله فإذا كان القرار الإداري أداة فعالة لابد له من كل هذه المقومات(1).

ثالثاً: تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار:

يؤثر قرار التمويل على نوعية الاستثمار في الشركات والمؤسسات في التفضيل بين البدائل المختلفة، كما أن التفاوت في مصادر التمويل من حيث التدفقات النقدية الإضافية المترتبة على استخدمها فبينما لا يصاحب التمويل بالأرباح المحتجزة أي تدفقات نقدية المثال فإن التمويل بالأسهم العادية يترتب عليها تدفقات نقدية خارجة تتمثل في تكلفة الإصدار والخصومات التي قد يحصل عليها اشتروا تلك الأسهم وعلى العكس من ذلك يتولد عن الأموال المقترضة وفورات ضريبية يمكن اعتبارها في حكم التدفقات النقية الداخلة.

فبفرض أن الشركة العربية للكنات تفكر في تنفيذ اقتراح استثماري تبلغ تكلفته المبدئية ١٠ مليون جنيه، وسوف يتم تمويله بالكامل من أرباح محتجزة ولا يوجد قيمة للثروة أما العمر الافتراضي للاقتراح فيبلغ ١٠ سنوات، ومن المتوقع أن تتولد تدفقات نقدية سنوية قدرها ٢ مليون جنيه، في ظل عائد يطلبه الملاك على الأرباح المحتجزة معدل ١٤٪ والآن ستقوم بتطبيق المعادلة التالية لإيجاد صافي القيمة الحالية على فرض أن هيكل رأسمال المنشأة يتكون فقط من حقوق ملكية وأن الاقتراح سوف يتم تمويله من أرباح محتجزة.

ص ق ح المعدل = ٢٠٠٠٠ × ٥,١٢٦ – ١٠٠٠٠٠٠ + صفر = ٤٣٢٠٠٠ جنيه

ولأن صافي القيمة الحالية المعدلة رقماً موجباً فينبغي قبول الاقتراح الاستثماري هذا مع ملاحظة أن القيمة ٥,٢١٦ تمثل القيمة الحالية لدفعة

---

(١) الموقع الالكتروني: www.broonzah.net ٢٠١١/٢/٢١م.

سنوية قدرها جنيهاً واحداً ومائتا عشر سنوات، مخصومة بمعدل قدره ١٤٪ ومن الملاحظ أن صافي القيمة الحالية المعدل يساوي تماماً صافي القيمة الحالية الأساسية حيث لم [1]. يتولد عن طريق أي تدفقات داخلية أو خارجية، طالما أن الاقتراح ممول من أرباح محتجزة وتقترض أيضا أن الاقتراح الاستثماري المشار إليه سوف يتم تمويله بإصدار أسهم عادية جديدة حيث تمثل تكلفة إصدار تلك الأسهم من قيمة متحصلاتها.

هذا يعني أنه لكي تتمكن المنشاة من تمويل الاقتراح الاستثماري فإن عليها ان تصدر أسهماً عادية قيمتها ١٠٥٢٩٣ جنيه، حتى إذا ما خصم منها تكلفة الإصدار التي تمثل ٥٪ من حصيلة الأسهم أي ٥٢٦٣١٥ جنيه، فسوف يتبقى ١٠ مليون جنيه وهو ما يعادل التكلفة المبدئية للاقتراح الاستثماري وتمثل تكلفة الإصدار التدفقات النقدية الخارجة الإضافية المترتبة علي قرار التمويل الاقتراح باسم عادية جديدة وحيث أن هذه التكلفة تدفع قبيل تنفيذ الاقتراح الاستثماري فإنها تمثل قيمة حالية بطبيعتها ولا يحتاج الأمر خصماً وعليه فإن:

ص ق ح المعدل= ٢٠٠٠٠٠٠×٥,٢١٦– ١٠٠٠٠٠٠– ٥٢٦٣١٥ = ٩٤٣١٥ جنيه

ونظراً لأنه صافي القيمة الحالية المعدل المحسوب على أساس تمويل الاقتراح من أرباح محتجزة مع نظيره المحسوب على أساس تمويل الاقتراح بإصدار أسهم عادية جديدة تكشف عن فاعلية تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار فلاقتراح الاستثماري المذكور يمكن قبوله أو أتيحت أرباح محتجزة تكفي لتمويله أما إذا كان التمويل من خلال إصدار أسهم عادية جديدة فسوف يكون مصيره الرفض.

ويمكن افتراض أن الاقتراح الاستثماري يتمثل في إنشاء مصنع في إحدى المدن الجديدة، ولأن الحكومة تشجع الاستثمار في هذه المناطق فقد حصلت المنشاة من الحكومة على قرض قيمته ٣ مليون جنيه بمعدل فائدة سنوي ٦٪ في حين أن معدل الفائدة السائد في السوق على مثل هذا القرض يبلغ ١٠٪

(١) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص٤٠٦.

وفقاً لشروط العقد ينبغي أن يتم السداد على عشرة أقساط سنوية ولما كان معدل الفائدة على القرض ٦٪ فسوف تبلغ قيمة القسط السنوي ٤٠٧١٠٨ جنيه حيث تم حسابه بقيمة الفرض على القيمة الحالية لدفعه سنوية قدرها جنيه وتستمر عشر سنوات مخصومة بمعدل ٦٪ [1].

ويعني ذلك أن حصول المنشأة على قرض بمعدل فائدة أقل من المعدل السائد في السوق يحتمل أن يترتب عليه بعض المكاسب إذ تفوق قيمة العرض القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي سيتدفقها المنشأة لسداد القرض ويمكن الوقوف على حجم المكاسب باستخدام المعادلة:

$$\text{القيمة الحالية للمكاسب المتولدة من الاقتراض} = \text{ر}^{-} \frac{\text{ق}_{\text{س}}}{(\text{أ}+\text{ق})^{\text{س}}}$$

ق س = التدفقات النقدية.

ف = الفائدة [2].

فيجب مما سبق تحديد مصادر التمويل المناسبة وتحديد المصدر الأمثل مقارنة بالتكاليف المترتبة عليه والمكاسب المرجوة منه.

---

(١) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص٤٠٦.

(٢) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص٤٠٤.

الفصل السادس
مفهوم الاستثمار

أولاً: مفهوم الاستثمار:

مفهوم الاستثمار في اللغة:

إن كلمه استثمار علي وزن استفعال، فهي مأخوذة من ثمر، ورد في اللغة العربية، ان الثمر هو العمل الذي تخرجه الشجرة[1]، وأثمر الشجر يعني ظهر الثمر، والشجر المثمر هو الذي فيه ثمر، الثمر هي النسل والولد[2]، فالثمر ما ينتجه الشجر، والولد ما ينتجه الوالد، وان ثمر الرجل ماله بمعني نماة وكثرة، وثمار المال ما ينتجه في أوقات دورية، والثمر يقصد به بلوغ[3].

يعتبر الاستثمار أحد أهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية والفعالة على مستوى الاقتصاد القومي وعلى مستوى نشاطات رجال الأعمال على حد وسواء، ووردت تعريفات كثيرة للاستثمار ومنها:

يعرف الاستثمار (بأنه عبارة عن توجيه الموارد المتاحة من أجل المنفعة الكامنة في هذه الموارد)[4] .

وذلك لأن الموارد المتاحة تشتمل على إشباع الحاجات الأساسية والكمالية للإنسان وعند تأجيل الانتفاع من هذه الموارد في الوقت الحالي لوقت آخر يسمى هذه الاستثمار.

ومن الممكن أيضاً تعريف الاستثمار (بأنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة تعثره معينة من الزمن قد بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية)[5] .

---

(١) أحمد بن محمد علي المقري، كتاب المصباح المنير، ج١، ج٢، بيروت: دار القلم، د ت، ص١٦٥.

(٢) ابن منور، لسان العرب، ج٤، بيروت: دار صابر، ١٩٨٨م، ص١٠٧.

(٣) الطاهر أحمد الزاوي، ترتيب القاموس المحيط على طريقة المصباح المنير أساس البلاغة، المجلد الأول، ط٢، بيروت: دار الفكر، ١٩٧٠م، ص٤١٧.

(٤) مروان شموه، كنجو عبود، أسس الاستثمار، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م.

(٥) المرجع السابق، ص٦.

وذلك بتعويضه عن النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم وأيضاً عن المخاطر الناشئة عن احتمال عدم حصول تدفقات مالية مرغوبة فيها.

وهناك من يعرف الاستثمار (بأنه تضحية بقيم مالية مؤكدة في الحاضر في سبيل الحصول على قيم أكبر غير مؤكدة في المستقبل) [١].

بمعنى أن المستهلك يضحي في الوقت الحاضر بالانتفاع بجزء من دخله إلي وقت آخر لاحق، بدافع أو بهدف الحصول على منفعة أكبر من المنفعة التي يمكن الحصول عليها حالياً لأنه سيزيد نتيجة تشغيله واستخدامه.

ويمكن النظر إلي الاستثمار باعتباره (تضحية بقيمة مالية معينة من أجل قيمة وربما غير مضمونة)[٢].

وهذا التعريف شمل عوامل مهمة وجوهرية بالنسبة للاستثمار وهي القيمة والتضحية والوقت والعائد غير المؤكد والمخاطرة لأنها تؤثر فعال على متخذ القرار والاستثمار.

ويمكن القول بأن الاستثمار (هو عبارة عن توجيه المصادر الاستثمارية نحو مجالات معينة في فترة زمنية محددة بهدف استخدام هذه المصادر في هذه الفترة الزمنية المعينة لإنتاج سلعة أو خدمة في فترة لاحقة)[٣].

ويعني ذلك أن المصادر الاستثمارية التي تستخدم في الفترة الأولى لا يكون الهدف منها هو استهلاكها استهلاكاً نهائياً وإنما تستخدمها لإنتاج ما يمكن أن يعتبر لمستثمر فوائد مستقبلية لاحقة.

كما عرف الاستثمار بأنه (إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلي الاستثمار وليس الاكتناز)[٤].

---

(١) المرجع السابق، ص٧.

(٢) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٨م، ص٢٨٠.

(٣) المرجع السابق، ص٢٨٠.

(٤) محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة "أسهم – سندات – أوراق مالية"، الطبعة الأولى، عمان: دار ومكتبة الحامد للنشر، ٢٠٠٦م، ص١٥.

بمعنى تأجيل الاستهلاك لفترة زمنية قادمة ولا تقوم باكتناز الأموال بل يجب علينا توجيهها نحو الاستهلاك الذي يحقق لنا عوائد في المستقبل.

ويمكن تعريف الاستثمار بأنه (يقوم على التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة أملاً في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل)[1] .

أي التضحية بإنفاق أو إشباع رغبة حالية في سبيل الحصول على إشباع أو رغبة أو تعرض عن الإنفاق الحالي ولكن هذا غير مؤكد أي أنه احتمال حدوث خسارة أو ربح (غير مضمونة) .

كما عرف الاستثمار (بأنه ارتباط مالي بهدف تحقيق مكاسب يتوقع الحصول عليها على مدى طويل من الزمن)[2].

يرى الباحثون من خلال التعريفات السابقة أن أفضل وأشمل تعريف للاستثمار هو التعريف رقم ٣ والذي يعرف الاستثمار في "أنه (إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة زمنية قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلي استثمار وليس الاكتناز) .

وذلك لأنه يحب المستثمرين على توجيه وتشغيل أموالهم نحو الاستثمار والاستفادة منها وعدم تجميدها وكنزها وذلك لكي تحقق لهم عوائد خلال فترة زمنية قادمة.

وعرف الباحثون الاستثمار في شكله العام والأشمل في أنه: (عملية يتم من خلالها تنمية رأس المال أو الطاقة الإنتاجية للمشروع أو المجتمع سواء كان ذلك بالتعرف على الثروات الطبيعية واستغلال الجزء المتاح منها وذلك للمساعدة في إشباع الحاجات بطريقة مباشرة أو غير مباشرة) .

مفهوم الاستثمار في الفكر الاقتصادي:

الاستثمار هو شراء أو تكوين أصول إنتاجيه كالمباني والمعدات وتجهيزات المصانع والآلات والمركبات. وعرف الاستثمار بأنه شراء كل من شأنه أن يؤدي إلي زيادة حقيقية في السلع والأدوات الإنتاجية، فالاستثمار تيار

---

(١) الموقع الالكتروني: www.jeeranchannels.com

(٢) فيصل محمود الشواوده، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، عمان: دار وائل لنشر، ٢٠٠٨م، ص٣١.

من الإنفاق علي الجديد من السلع الرأسمالية الثابتة مثل المصانع والآلات المواد الإنتاجية وإضافة المخزون السلعي مثل المواد الأولية والسلع الوسيطة والسلع النهائية خلال فتره زمنيه معينه (١) .

وعرف الاستثمار بأنه معدل التراكم الرأسمالي، أي انه إضافة إلي الأصول الإنتاجية.

مفهوم الاستثمار في الفكر المحاسبي:

هو أصل تحتفظ به المنشأة لتنمية ثروتها من خلال ما يتولد عنه من إيرادات من خلال التزايد في القيمة الرأسمالية لهذا الأصل، أو من اجل حصول المنشأة المستثمرة علي منافع أخرى وفيما عدا الاستثمارات العقارية[٢].

إن الاستثمار ينطوي على زيادة المنفعة أو زيادة الموارد وذلك لأن توظيف مبلغ ما في عمل معين أو استخدام مبلغ ما في نشاط ما يعني تشغيل لليد العاملة وأن مشروع ما سيتم، كما أن هذا سوف يحرك الطلب على بعض المواد التي سيتم استخدامها في إنتاج السلعة المطلوبة أو تقديم الخدمة المعينة.

يرى الباحث أن:

إن الاستثمار في الفكر الاقتصادي يعني شراء وإحلال الأصول الإنتاجية بهدف زيادة الإنتاج والإنفاق سواء كان في شكل أصول رأسمالية أو مخزون سلعي.

أن الاستثمار في الفكر المحاسبي يعني الاحتفاظ بالأصول من خلال ما يتولد عنها من إيرادات أو العائد عن بيع الأصول الرأسمالية وذلك من الفرق بين (شراء الأصل وعند البيع) الربح الرأسمالي.

ثانياً: أهمية الاستثمار:

وتتمثل أهمية الاستثمار في الآتي[٣]:

---

(١) عبد الرحمن يسري أحمد، النظرية الاقتصادية الكلية "مدخل حديث"، الإسكندرية: الدار الجامعية، ٢٠٠٠م، ص١٠٤.

(٢) لجنة المعايير المحاسبية الدولية، المعايير المحاسبية الدولية، عمان: المجمع العربي للمحاسبين، ١٩٩٩م، ص٤٩٣.

(٣) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سابق، ص ص١٠-١١.

- مساهمة الاستثمار في زيادة الدخل القومي وزيادة الثرة الوطنية وذلك لأن الاستثمار يمثل نوعاً من الإضافة إلي الموارد المتاحة إلي تعظيم درجة المنفعة التي تنجم عن المواد المتاحة.
- مساهمة الاستثمار في إحداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إدخال التكنولوجي الحديثة والمتطورة وتكييفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.
- مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر والحصول وبعض أشكال التخلف.
- مساهمة الاستثمار في دعم البنية التحتية لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أو يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة حديقة أو غيره.
- مساهمة الاستثمار في توفير القطع الأجنبي الذي كان سيتم إخراجه من البلاد فيما لم يتم إنتاج السلع والخدمات محلياً وهذا سوف يساهم في دعم ميزان المدفوعات.
- مساهمة الاستثمار في الأمن الاقتصادي للمجتمع وهذا أمر يرتبط بتأمين احتياجات المواطنين من خلال قيام المشروعات الاستثمارية التي تعني بتقديم السلع والخدمات الأساسية والكمالية كما يساهم في استخدام الموارد المحلية كما المواد الخام والموارد الطبيعية[١].
- وأيضاً مساهمة الاستثمارات في دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروع من ضرائب للحكومة لكي تقوم الحكومة بصرفها باستخدام هذه الموارد وفق مقتضات المصلحة العامة.
- مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدول من خلال التوجه إلي إنشاء المشروعات التي تحق هذه السياسة.

---

(١) المرجع السابق، ص١١.

- مساهمة الاستثمار في توظيف أموال المدخرين فهناك مدخرون للأموال ولكنهم لا يعرفون كيفية تنفيذها[1] .

وتتبع أهمية الاستثمار في الاقتصاد القومي من حقيقة أنه يقوم بدور فعال وأساسي على مستويات ثلاثة فعلي المستوى القومي تأتي أهمية هذا المتغير الاقتصادي من أنه أحد أهم المتغيرات الاقتصادية على الأخلاق في العملية التنموية وعلى مستوى قطاع الأعمال يعتبر الاستثمار هو المؤشر الحقيقي لنشاطات هذا القطاع والعامل الحاسم هو انتعاش أو انحسار النشاطات في قطاع الأعمال.

أما على مستوى القطاعات الاقتصادية فإن الاستثمار يقوم بدور فعال في تطوير قطاعات اقتصادية معينة والتي تؤثر على إنعاش أو ظهور قطاعات أخرى تمد أثرها إلي بقية قطاعات الاقتصاد الأخرى.

لذلك يعتبر الاستثمار من أهم العوامل التي تؤثر على نمو إجمالي الناتج القومي وعلى التنمية الاقتصادية على وجه العموم وأن اختلفت أطر الاستثمارات على نطاق الاقتصاد الاقتصادي القومي وعلى نطاق المشروعات المختلفة من حيث الشمول والأهداف والدوافع والأثر المباشر وعلى كلا المستويين لا تختلف كثيراً.

وغنى عن البيان أن توجيه المصادر الاستثمارية نحو المحالات المختلفة تعني ربط هذه الموارد في هذه المجالات المختارة لمدة قد تطول أو تقصر اعتماداً على طبيعة نوعية هذه المشروعات الاستثمارية[2].

أهداف ومقومات الاستثمار:

أولاً: أهداف الاستثمار:

إن الإلمام بالغاية من الاستثمار يقتضي التمييز بين الاستثمار العام الذي تقوم به الحكومة والاستثمار الخاص الذي يقوم به الأفراد والمستثمرون في القطاع الخاص، وذلك لأن الأهداف من النوع الأول من الاستثمار تختلف بعض الشيء عن الأهداف في الاستثمار الخاص.

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سابق، ص١١.

(٢) عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص٢٩٠.

ففي الاستثمار العام، يمكن ذكر بعض الأهداف منها الآتي[1]:

- تقديم خدمة معينة للجمهور.
- تنمية قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.
- مكافحة البطالة.
- محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة.
- تحسين وضع ميزان المدفوعات.

أما أهداف الاستثمار على الصعيد الخاص فهي[2]:

١/ المحافظة على رأس المال المستثمر:

إن ثمة مقولة يتداولها عامة الناس تقول بأن (صاحب المال جبان) بمعنى أن صاحب المال يخاف على أمواله، فهو يريد أن تبقى أمواله بدون نقصان.

فلا شك في أن كل مستثمر يهتم بالحفاظ على رأسماله بالدرجة الأولى؛ فهو يسعى إلى عدم تبديد ثروته ولهذا فإنه يحاول أن يوجه استثماراته وفقا لذلك.

إن الشخص الذي يملك مبلغاً من المال وليكن مثلاً ١٠٠٠ ويريد أن يستثمره في مشروع ما فإنه يتأثر قبل كل شيء من أن هذا المبلغ لن يضيع بل سيعود إليه دون نقصان ولذلك تراه يبحث عن المشاريع التي يطمئن فيها على هذا المبلغ ويختار واحداً أو أكثر من المشاريع [3].

٢/ تحقيق أقصى عائد ممكن:

يمثل الربح أهم الدوافع التي تدفع بالمستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة أشخاص آخرين قد يكونون بنكاً أو مصنعاً أو مزرعة أو... ألخ.

ولا شك في أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره في الاستثمار في مشروع دون آخر. أي أن المشروع الذي يحقق له أكبر قدر ممكن من الأرباح هو المشروع المفضل للمستثمر[4].

---

(١) عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرباقض، مرجع سابق، ص٣٠٠.
(٢) عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرباقض، مرجع سابق، ص٣٠٠.
(٣) المرجع السابق، ص٣٠٠.
(٤)- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص ص١٠-١١.

٣/ تعظيم القيمة السوقية للأسهم:

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير الهامة في الحكم على أداء المنشآت والشركات المساهمة، ذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت يشير إلى نجاح هذه المنشأة في السوق ونجاح الإدارة القائمة على هذه المنشأة[1].

يقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند البيع؛ فمن المعلوم أن المنشآت تصدر لدى تأسيسها أسهماً بقيمة منخفضة ثم تبدأ عملها. ومع تطور نشاط المنشأة ونجاحها في أعمالها، تزداد أرباح هذه المنشأة.

ونتيجة لبدء الإفصاح وإعلان المنشأة عن نتائجها وإطلاع الجمهور على ذلك، يتهافت العديد من المستثمرين على شراء أسهم هذه المنشأة. وهذا يعني من جهة أخرى زيادة الطلب على هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهنا يحقق ملاك المنشأة والمساهمون الذين اكتتبوا في أسهم المنشأة عند التأسيس أرباحاً رأسمالية. وأما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة فهم يتوقعون أن ترتفع أسعار هذه الأسهم في المستقبل، ولذلك فهم يشترونها بناءً على تنبؤاتهم المستقبلية[2].

٤/ تحقيق السيولة: Liquidity

يقصد بتحقيق السيولة للمستثمر أن يتوفر بحوزته نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم. والسيولة هي قدرة المشروع على الدفع أو قدرته على سداد التزاماته المترتبة عليه في أي وقت.

وأيضاً قدرته على تحويل ما بحوزته من أصول إلى نقدية بدون خسارة من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد.

وفي مجال الحديث عن الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية، يتم التمييز ما بين:

---

(١) المرجع السابق، ص١١.

(٢) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص١٣.

الأصول السائلة من الدرجة الأولى، مثل الصندوق، الودائع الجارية لدى البنوك إضافة إلى الحسابات لدى البريد.

الأصول السائلة من الدرجة الثانية، مثل الأوراق المالية، والذمم المدينة، الأوراق التجارية(1).

الأصول السائلة من الدرجة الثالثة، مثل المخزون والبضاعة في الطريق.

ومن هنا يمكن أن يشير إلي أن السيولة النقدية تمثل هدفاً قصير الأجل للمستثمر وفي القوت نفسه قيداً على تحقيق الهدف الإستراتيجي.

إن الهدف من الاستثمار هو هدف مبدئي وهو نمو رأس المال مقاساً من خلال حجم الأصول أما عن الأهداف الأخرى فتمثل في تعظيم الدخل والعمل على استقرار الدخل الحالي، أو الاستثمار الكثير في أدوات سوق النقد، وحديثاً فعد بين العديد من الشركات هدفها في الاستثمار في السندات المحلية المعفاة من الضرائب وتهدف شركات أخرى إلي شراء وبيع الأسهم للمستثمرين الحاليين بناءاً على طلباتهم.

حيث توجد شركات أخرى لديها نوعين من حصص الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم رأس المال ويقصد نشاطها على ذلك فقط حيث يتحقق للمستثمر في أسهم رأس المال عوائد رأسمالية بينما يحصل المستثمر في أسهم الدخل على الإيراد الخاص بالأسهم(2).

إنه مضمون إدخال الأموال واستثمارها في المشروعات المختلفة يقوم أساساً على الفائدة أو المردود الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلاً عند التضحية بجزء من الاستهلاك في الوقت الحاضر وبعبارة أخرى فإن التضحية بجزء من الاستهلاك الحالي سيؤدي إلي زيادة في الاستهلاك المستقبلي ولا شك أن عملية الاستهلاك عملية طويلة.

ولكن يعرف المستثمرين أن الاحتفاظ بالنقود لها تكلفة ناجمة عن فرصة بديلة ضائعة فالاحتفاظ بالنقود دون استثمارها يؤدي إلي فقدان أصحابها

---

(1) المرجع السابق، ص١٤.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، مرجع سابق، ص٣٢٠.

لعائد كان يمكن الحصول عليه إذا استثمرت هذه الأموال لذلك لا يميل المستثمرين بأن من ميادين الاستثمار المختلفة من أموال صعبة ويجتهدون نحو هذه الميادين لاستثمار أموالهم رغم هذه الظروف لعملهم بأن فرص الحصول على مردود مجزي من مجهودهم الاستثمارية أكبر إذا ما تم علاج المشروعات الاستثمارية بحرص وإيجابية بناءاً على طرق التحليل العلمي في دراسة واختبار المشروعات[1]. وهناك أهداف أخرى منها الآتي:

تعظيم ثروة الملاك[2]:

إن الهدف الأساسي من الاستثمار في منشأة الأعمال هو تعظيم ثروة الملاك والذي يمكن ترجمته من خلال تعظيم أسعار الأسهم العادية للشركة أما هدف تعظيم ثروة الملاك في الفكر الإسلامي فيتمثل في تعظيم ثروة الملاك في ضوء الضوابط الإسلامية الواردة في الأحكام القطعية للشريعة الإسلامية.

٢. تعظيم ثورة الاقتصاد[3]:

إن تعظيم الثروة يزيد من ثروة الأمة لكل حيث يؤدي الاستخدام الأمثل للموارد إلي تراعى الثروة بالنسبة للاقتصاد لكل، وبالتالي يتحقق الهدف من الاستثمار المتصل في تعظيم ثروة الاقتصاد.

٣. توفير فرص العمل:

إن أشد ما يقلق حكومات دول العالم اليوم هو توفير فرص العمل، فالبطالة يمكن أن تتسبب في الكثير من المشاكل، وبما أن الدولة لا تستطيع توفير فرص عمل كافية ضمن مؤسساتها أو أجهزتها فإن الاستثمار يمكن أن يسد هذا النقص.

٤. تحقيق النمو الاقتصادي:

لكي يتحقق النمو الاقتصادي في أي مجتمع لا بد أن تتوافر ثلاثة مقومات أساسية هي تراكم رأس المال مشتملاً على كل من الاستثمارات الجديدة من الأرض والمعدات المالية والموارد البشرية.

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص١٥.

(٢) سيد هواري وسعيد توفيق، الإدارة المالية قرارات الأجل الطويل وقيمة المنشاة، القاهرة، مكتبة عين شمس، ١٩٩٨م، ص ٤١.

(٣) على عباس، الإدارة المالية، عمان: مؤسسة زهران للنشر، ١٩٩٤م ص ٣٢.

٥. التكيف مع المعايير الدولية:

معايير المحاسبة الدولية ومعايير الشفافية والفساد ومعايير الدين وقد تكون في مرحلة ما هدفاً من أهداف الاستثمار حتى بشتى المستأنف الدخول الأسواق العالمية، ولقد وضعت معايير جوزيف ونماذج لبعض المنتجات والخدمات وأصبحت المنشآت الحكومية والخاصة في معظم دول العالم على معرفة بأهمية تطبيق نماذج الجودة الشاملة.

ثانياً: مقومات الاستثمار:

تتمثل مقومات الاستثمار في الآتي[1]:

تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تنطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشروع سواء أكانت أصولاً ثابتة كالأراضي والمباني والآلات، أم أصول متداولة كالنقدية والبضائع والأوراق المالية كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن وأقل مخاطر.

ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي رأي قرار باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة ومن أجل التوصل للقرار الاستثماري فإن على المستثمر:

- أن يضع جميع البدائل المتاحة.
- أن يقوم بدراسة هذه البدائل وتحليلها.
- أن يقارن بين هذه البدائل من خلال دراسته لها.
- أن يختار البديل الأمثل الذي يحقق له أقصى مصلحة.
- أن يضع البديل الأمثل موضع التطبيق.

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار حيالها وتتوقف نوعية القرار الذي يتخذه في هذه المواقف وطبيعته، على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من جهة.

---

(١) محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م ، ص٣٧.

كيفية استثمار المشروعات:

الاستثمار أو التثمير هو طلب الحصول على الثمرة، وثمرة الشيء: ما تولد عنه. والمفهوم العام للاستثمار يراد به الإنفاق في الحاضر بغرض الحصول على عائد في المستقبل. وينقسم هذا الإنفاق إلى الإنفاق الرأسمالي والإنفاق الجاري، فالإنفاق الرأسمالي هو ذلك القدر من الإنفاق الذي يتم تخصيصه في الوقت الحاضر، أملاً في الحصول على عائد في المستقبل. أما الإنفاق الجاري فهو ذلك القدر من الإنفاق الذي ستتم التضحية به في فترة معينة بغرض الحصول على عائد منه في الفترة نفسها.

والمراد باستثمار المشروعات، إحداث النماء فيه، ولا يخفى أن معنى النماء في اللغة يطلق على الزيادة، وأن المال النامي هو الذي تلحقه الزيادة. وحيث إنَّ الغرض من المشروعات حبس المال والانتفاع من ثمرته، فهذا من أهم دواعي الاستثمار إذ لولا القيام بعملية الاستثمار لتعطلت منافع هذا المشروعات، ولن يحقق مفهوم الصدقة الجارية التي أطلقها رسول الله (ص)، وهنا يرد تساؤل مفاده: كيف يمكن استثمار المشروعات؟

كيفية استثمار المشروعات:

وإذا أردنا مناقشة كيفية استثمار المشروعات فإن ذلك يستدعي التركيز على بعض المسائل المهمة المتعلقة بهذا الاستثمار وهي:

- سياسات استثمار المشروعات.
- ضوابط استثمار المشروعات.
- معادلة استثمار المشروعات.
- منهج حساب القيمة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية.

أولاً: سياسات استثمار المشروعات:

السياسات هي الاعتبارات التي يجب مراعاتها عند التخطيط للاستثمار، وتنفيذ برامجه سعياً وراء تحقيق الأهداف العامة له. وسياسات استثمار المشروعات هي جزء من سياسات التصحيح الهيكلي لنظام الأوقاف، يراد منها رفع مستوى الأداء في دائرة النشاط الاقتصادي والاجتماعي. ويتطلب

رسم مثل هذه السياسات تحديد الأطر العلمية والبرامج التنفيذية لها، وغير خاف أيضاً أن هذه السياسات تسعى إلى تحقيق أغراض المشروعات، ولكن بدرجة عالية من الكفاءة الأداء، وعلى رأس تلك الأغراض تنفيذ شرط الواقف باستثمار الأموال الموقوفة وتوزيع عائداتها على الجهات المنتفعة منها. ولا شك أنَّ تحقيق مثل هذه الأغراض يعد مؤشراً كبيراً على مدى نجاح هذه السياسات، ودليلاً على كفاءة القائمين على إدارة الأوقاف.

ولكون السياسات يقصد منها عادة إما الحفاظ على مستوى معين من الأداء، أو تحسين هذا الأداء، لذا تحتاج كل إدارة وقفية أو ناظر على أموال المشروعات، إلى معرفة مستوى أداء استثمار أموال المشروعات، من أجل رسم السياسات الاستثمارية الناجحة. ولا ريب أن الأمر في هذه الحالة يتوقف على كيفية تشخيص أسباب ضعف أداء هذا الاستثمار، وهذا إنما يتم من خلال الإجابة على التساؤلات الثلاثة التالية وهي:

الأول: هل يتم استثمار المشروعات في سوق تسوده المنافسة أو عدم المنافسة؟

الثاني: هل أُعْطِيَ المستثمر (القائم على أموال المشروعات) الفرصة الكافية للقيام بهذا الاستثمار؟

الثالث: هل المنتفعون من استثمار المشروعات يستطيعون إشعار المسئولين بالقصور في استفادتهم من عائدات هذا الاستثمار أم لا؟

ثانياً: ضوابط استثمار المشروعات:

قبل الدخول في عملية استثمار المشروعات لابد من الإلمام الجيد بالضوابط التي يلزم أخذها في الاعتبار عند القيام بهذا الاستثمار. وهناك العديد من الضوابط الخاصة باستثمار المشروعات، أهمها:

أن يكون استثمار المشروعات في المجالات المعتبرة في الشرع. وهو ذلك الاستثمار الذي يشترط فيه أمران: الأول تحقيق المصلحة الشرعية من ورائه، والثاني أن يكون في المجالات المباحة التي يقبلها الشرع. العمل على إعداد دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات المشروعاتية، وهي الدراسة التي تأخذ

في اعتبارها الجوانب التسويقية والفنية والمالية والاقتصادية للمشروع، فكل مشروع استثماري مهما كان حجمه ومهما كان نوعه، لابد له من بذل كل الجهد وإفراغ كل الوسع في عمل دراسة الجدوى، خاصة عندما يتعلق الأمر بمشروع وقفي، لأن الواقف إنما أوقف ماله بغرض الانتفاع منه، ودوام هذا الانتفاع لا يمكن – بعد توفيق الله تعالى – إلا بعد عمل دراسة جدوى اقتصادية موسعة.

أن يسعى مدير المشروع إلى تحقيق الهدف من إدارة المشروعات إلى أن يعظم المنفعة الاقتصادية (الأرباح) لاستثمار المشروعات، مع اهتمامه بتحقيق المنفعة الاجتماعية أيضاً، وهنا ينبغي أن يدرك المستثمر لأموال المشروعات أن مسألة تعظيم الأرباح لابد أن تكون منسجمة مع تحقيق المنفعة الاجتماعية، وليس من الضروري أن تكون الأرباح مرتفعة بدرجة قد تفقد معها المنفعة الاجتماعية للمشروعات الاستثمارية. ومع ذلك لابد أن تكون هذه الاستثمارات المشروعات معتبرة في الشرع.

ثالثا: معادلة استثمار المشروعات:

يقصد بهذه المعادلة الكيفية التي يمكن من خلالها تعظيم المنفعة المترتبة على استثمار المشروعات، ولتعظيم هذه المنفعة كان لابد من توضيح التقسيمات المتعلقة بهذه المنفعة كما يلي:

المنفعة المتصلة بعين المشروعات والمنفعة المنفصلة عنها:

فأما المنفعة المتصلة بعين المشروعات فهي التي لا تنفك عن الأصل، وهذه نوعان الأول: ما لا يمكن بيعها بأي حال من الأحوال مثل منفعة المسجد، والثانية: ما يمكن بيعها بالإجارة لأن الإجارة بيع المنافع مثل تأجير الأرض الموقوفة أو المنزل أو المزرعة. أما المنفعة المنفصلة عن المشروعات، فلا إشكال في بيعها مثل الزروع والثمار التي تخرج من أرض المشروعات.

المنفعة الخاصة والمنفعة العامة:

المنفعة الخاصة هي التي يستهدف المشروع تحقيقها، وأما المنفعة العامة فهي الغرض من المشروعات الخيري. ولا شك أن الأولى ينحصر أثرها على

الواقف وأولاده أو أقاربه ثم على الفقراء بعد ذلك، بينما تعني الثانية ابتداءً نفع الفقراء والمساكين، والعناية بأماكن العبادة والمراكز الخيرية والدعوية وغيرها، ونتيجة لتطور المجتمعات الإسلامية، وتوسع مجالاتها ظهر ما يعرف بالمشروعات المشترك تجميع الأموال الموقوفة في أوعية متجانسة نسبياً ثم إعادة توجيهها إلى الأعمال الخيرية، مع ما قد يواجه هذا النوع من صعوبة الالتزام الدقيق بشروط الواقفين واختياراتهم في الجملة.

المنفعة المباشرة والمنفعة غير المباشرة:

فالمنفعة المباشرة هي التي تستهدف تحقيق إشباع مباشر لدى الجهات المنتفعة من المشروعات، مثل حصول الفقراء والأيتام على حاجاتهم من الغذاء والكساء مباشرة. أما المنفعة غير المباشرة، فهي التي تحقق إشباعاً ولكن غير مباشر. مثل حصول الأفراد المنتفعين من المشروعات على المدارس أو المستشفيات على فرصة الالتحاق بالتعليم، أو العلاج المجاني، وما يترتب على ذلك من تحقيق منافع اقتصادية، تظهر في تحسين مستوى الإنتاجية وارتفاع مستوى الدخل.

المنفعة الاقتصادية والمنفعة الاجتماعية:

ينصب هذا القسم على دراسة معادلة استثمار المشروعات. فالمنفعة الاقتصادية إنما يراد منها تحقيق أكبر عائد ممكن من الأرباح، بينما المنفعة الاجتماعية تعني تحقيق أكبر عائد اجتماعي يعود على الجهات المنتفعة.

ولا شك أن المنفعة الاقتصادية تسعى إلى تطوير المشروعات المشروعاتية، والتوسع في مجالاتها الاستثمارية، بهدف الحصول على أعلى عائد ممكن من الأرباح، أما المنفعة الاجتماعية فيقصد منها حصول المنتفعين على بعض المكاسب التي تسهم في تحسين وضعهم الاجتماعي.

منهج حساب القيمة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية:

تعتبر معرفة القيمة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، من الموضوعات الأساسية لمعرفة الكيفية التي من خلالها يمكن استثمار المشروعات. وليس هناك محاولات – حسب اطلاع الباحث المحدودة – من قبل أساتذة الاقتصاد

الإسلامي في سبيل الوصول إلى هذه القيمة. لهذا نحاول أن نضع بعض التصورات حول رسم منهج احتساب هذه القيمة من خلال التعرف على أسلوب حساب التكلفة، وأسلوب العائد الاقتصادي للمشروعات الاستثمارية كما يلي:

- **أسلوب حساب التكلفة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية:**

وهو الأسلوب الذي يعمد إلى معرفة مقدار المبالغ العينية والنقدية التي يتم إنفاقها من مال المشروعات بعد المحافظة على أصله، وهي ما تعرف بالنفقات الجارية، حيث يتم تحويل جزء من أموال المشروعات للإنفاق على أعمال الصيانة والإصلاحات اللازمة، كذلك يهدف هذا الأسلوب إلى معرفة مقدار النفقات الرأسمالية التي تم تخصيصها للاستثمارات المشروعات والتي يؤمل أن تحقق عائدات في المستقبل.

كما ينبغي أن يأخذ هذا الأسلوب في اعتباره الإهلاكات التي تلحق بأصل المشروعات، وكذلك تكلفة الفرصة البديلة، حيث يقارن المشروعات بين وقف المال على أرض زراعية، وبين المشروعات على إنشاء مدرسة لتعليم أبناء الفقراء مثلاً:

ويمكن أن تمدنا دفاتر محاسبة المشروعات بالمعلومات اللازمة لحساب التكلفة الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، إلى جانب التقديرات والتوقعات بشأن الاستثمار. ولئن كانت معرفة احتساب هذه التكلفة تتم من خلال تقدير المبالغ المصروفة، إلا أن ترشيد الإدارة المشروعات في الصرف يمكنها من أن ترفع من كفاءة حساب هذه التكلفة؛ لتكون أكثر واقعية.

- **أسلوب حساب العائد الاقتصادي من المشروعات:**

وهو الأسلوب الذي يعمد إلى احتساب العائدات الدورية المتوقعة وراء استثمار أموال المشروعات ويختلف توزيع هذه العائدات حسب الشروط التي تنص عليها حجية المشروعات، وذلك على النحو التالي:

توزيع العائد حسب الجهة المنتفعة من المشروعات وتنقسم إلى:

- العائد الذي يفيد الأفراد، ويعرف بالنفع الخاص.

- العائد الذي يفيد المجتمع، ويعرف بالنفع العام.

وقد يكون العائد مشتركاً بحيث يفيد الأفراد والمجتمع معاً، وهو ما يمكن أن نطلق عليه النفع المشترك.

توزيع العائد حسب النظارة على المشروعات وينقسم إلى:

- العائد الذي يفيد القائم على المشروعات ويعرف بمكافأة أو أجرة النظارة.
- العائد الذي يفيد إدارة المشروعات ويعرف بمكافأة أو نسبة الإدارة.

توزيع العائد حسب الغرض الاقتصادي للمشروعات الاستثمارية وينقسم إلى:

- العائد الذي يفيد أغراض الاستهلاك ويعرف بالقيمة الاستهلاكية للمشروعات الاستثمارية.
- العائد الذي يفيد أغراض الاستثمار ويعرف بالقيمة الاستثمارية للمشروعات الاستثمارية.

فعالية تمويل المشروعات:

من أجل التوسع في عملية الاستثمار، فإن الأمر يحتاج إلى توفر الموارد الاقتصادية العينية والنقدية وهي ما تعرف بالتمويل، الذي يعني كل ما يستطيع الأفراد أو المجتمع أن يعبئه من موارد من أجل خدمة الأغراض الاستثمارية. وتنهج الدراسات الاقتصادية عند تناول موضوع التمويل إلى التصنيف بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي، وتؤكد على أهمية التمويل الداخلي، إذا كان الهدف منه دعم الاقتصاد الوطني والحفاظ على مقدراته الإنتاجية.

لقد لعب المشروعات دوراً أساسياً في تمويل القطاعات التعليمية والقطاعات الصحية إلى جانب تمويل المشروعات الدينية والدعوية اللازمة للتنمية، وهي المشروعات التي تستهدف بناء الإنسان روحاً وعقلاً وجسماً. ولم يقف الدور التمويلي للمشروعات الاستثمارية عند ذلك، بل ساهم في دعم المشروعات والأنشطة الاقتصادية الزراعية والصناعية والتجارية إلى جانب الخدمات.

معايير الفعالية التمويلية للمشروعات الاستثمارية:

إن المشروعات كمؤسسة تمويلية له القدرة على الفعالية في عملية التنمية، ويمكن أن تتحقق هذه الفعالية في فترة قصيرة للغاية، والسبب يمكن إرجاعه إلى ثلاثة معايير أساسية، هي:

١/ معيار التوافق:

حيث يقضي هذا المعيار بأن فعالية أسلوب التمويل تتوقف على مدى تواؤم أسسه، وأدواته، وغاياته مع طبيعة البيئة التي يطبق فيها، بما فيها من قيم وأنماط، وما تحتويه من تراكيب اقتصادية، ونفسية، واجتماعية، إذ أن تحقيق ذلك يجعل الجماعة تتقبل مضمون الأسلوب التمويلي، وتتعاون على تحقيقه، ومن ثم تزداد القدرة الكامنة في الصرح الاقتصادي على استثمار المال بصورة منتجة. ومقتضى هذا المعيار أنه من الأفضل أن يكون نموذج التمويل نابعاً من البيئة، لا مستورداً لها من بيئة مغايرة، وهذا ما يمكن أن يوفره المشروعات كمؤسسة تمويلية للمجتمعات الإسلامية كلها، تؤيد المشروعات وتحض عليه وتدعو له. ولهذا فمن الأَوْلَى أن تستعين حكومات المجتمعات الإسلامية في تمويل التنمية فيها، بما توفره لها مؤسسة المشروعات والتي أصبحت تأخذ- في الوقت الحاضر- شكل المشروعات والصناديق والمصارف المشروعات، بدلاً من أن تسلك أساليب تمويلية، لا تحقق نظرة الإسلام للتمويل والاستثمار.

٢/ معيار القدرة على تعبئة الموارد:

ويستدعي هذا المعيار اعتبار أسلوب التمويل على كل الفوائض الاقتصادية المتاحة مهما تسترت. ويكتسب هذا المعيار أهمية من حيث أن مشكلة التمويل في المجتمعات الإسلامية ترجع إلى عدم تعبئة ما لديها من فوائض كامنة.

ونتيجة لغياب أساليب التمويل الإسلامية ومنها أسلوب المشروعات، ظهر الاعتماد على التمويل الخارجي، كذلك التركيز على الموارد المالية الأخرى مثل الضرائب والرسوم مما أثَّرَ سلبياً على قدرة تلك الأساليب التمويلية في

تعبئة الفائض. فقد ترتب على الاعتماد على التمويل الخارجي أن تباطأ معدل الادخار المحلي في بعض البلدان الإسلامية، إضافة إلى ذلك فإن الاعتماد على التمويل الخارجي ينصب على الموارد المالية فقط، مما أوجد مؤسسات تمويلية تعاني شللاً نصفياً في مقدرتها التمويلية، فمهما ازدادت فعالية تلك المؤسسات في تعبئة الموارد المالية فإن إهمالها للموارد البشرية معناه عدم تعبئتها للموارد الاقتصادية المتاحة، وهذا ما تستطيع مؤسسة المشروعات ان تقدمه للمجتمعات الإسلامية.

٣/ معيار القدرة على توظيف الموارد:

إن القيام بتعبئة الموارد يمثل خطوة تمويلية أولى تليها خطوة توظيف تلك الموارد، واستخدامها في إقامة الاستثمارات المتنوعة وشتى وجوه الإنفاق، وتبدو أهمية هذا المعيار من حيث الإمكانية المتزايدة لتسرب الفوائض إلى مسارب إنفاقية غير رشيدة.

ومن حيث إن طبيعة توظيف الموارد تمثل محدداً لمدى فعالية حجم الموارد واستمرارية تواجدها فهذا ما يمكن لمؤسسة المشروعات- كمؤسسة تمويلية – أن تسعف المجتمعات الإسلامية به، والتي لا يقتصر دورها على تعبئة الموارد وتجميعها، وإنما قدرتها في توظيف تلك الموارد في المجالات الاستثمارية المتعددة والاقتصادية والاجتماعية وغيرها.

الآثار الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية:

يستعرض هذا الجزء أهم الآثار الاقتصادية التي تتولد وراء توسع استثمارات المشروعات، ومشاركته في عملية التنمية الاقتصادية، وهي الآثار التي يمكن تحديدها من خلال النظر إلى الأهداف الاقتصادية التي يعلقها الأفراد والمجتمع على مجالات التنمية المشروعاتية، كما يمكن تحديدها من خلال دراسة العلاقة القائمة بين مجالات استثمار المشروعات والنظام الاقتصادي من جوانبه المختلفة: الإنتاجية والاستهلاكية والتوزيعية ومن خلال ما يمكن أن تؤدي إليه هذه العلاقة من آثار في النشاط الاقتصادي. وهذه الآثار الاقتصادية هي كالتالي:

أنواع الاستثمار:

تتمثل أنواع الاستثمار في الآتي[1]:

أولاً: الاستثمار المباشر:

الاستثمار المباشر يباشره المستثمر بنفسه ويمتلك المستثمر جزء أو كل الاستثمارات في المشروع بالإضافة إلي حقه في إدارة المشروع والرقابة عليه، كما عرف الاستثمار المباشر بأنه معبر توطيد للأموال والادخارات المتاحة في اقتصاد ما، من قبل الأشخاص والمشروعات التي تنتمي لهذا الاقتصاد، في شراء الأوراق المالية سواء كانت أسعار سندات أو أوراق تجارية.

ثانياً: الاستثمار غير المباشر[2]:

الاستثمار غير المباشر فيتم من خلال الاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات ولا يكون للمستثمر الحق في إدارة المشروع.

استثمار أصول مالية واستثمار أصول حقيقة من حيث طبيعة الأصول، الاستثمار نوعان الأول استثمار أصول مالية، قد ورد:

Financial Assests are those represented by apiece of paper where as real assets can be seen tonched

أما الثاني فهو استثمار أصول حقيقية وهي امتلاك أصل مادي على أمل أن يتحقق من ورائه عائد في المستقبل.[3]

ج) استثمارات مكملة واستثمارات بديلة واستثمارات متعارضة:

هنالك أنواع أخرى للاستثمار حتى يتطور العلاقة بينها استثمارات مكملة وذلك عندما يكون تنفيذ المشروع الاستثماري سوف يترتب عليه زيادة في المنافع المتوقعة من المشروع الآخر عن طريق تجارة إيرادات أو تخفيض تكاليف، أما الاستثمارات البديلة فإنها عكس المكملة وبالتالي تنفيذ أحد الاستثمارات سوف يترتب عليه تقصى في المنافع المتوقعة من الاستثمار الآخر

---

(١) عبد القادر صالح محمود، حركة رأس المال العالمي والدول النامية، الخرطوم، بنك السودان، مجلة المصرف، العدد الثامن والثلاثون، ديسمبر، ٢٠٠٥م، ص٨.

(٢) منير إبراهيم هندي، الاستثمار في الأوراق المالية الإسكندرية، مشكاة المصارف ١٩٩٩، ص٥.

(٣) jane cow dell , investment 5th edition(uk: the cib publishing

والاستثمارات المتعارضة عندما يكون قبول أحد الاستثمارات سوف يترتب عليه انعدام المنافع المتوقعة من الاستثمار الآخر أو استحالة تنفيذه[1].

د) الاستثمار من حيث طبيعة النشاط والتوزيع الجغرافي:

تتنوع الفرص الاستثمارية في مجالات الاستثمار المخلفة كالاستثمارات العقارية والاستثمارات السياحية والاستثمارات الصناعية والاستثمارات الزراعية في جمهورية السودان، يصدر بنك السودان سنوية سياسات تنظيم أعمال المصارف خاصة في توجيه وتوزيع الاستثمار على القطاعات الاقتصادية، أما من حيث التوزيع الجغرافي للاستثمارات هناك استثمارات محلية وهي الأصول والاستثمارات التي ينشئها أو يتولاها المستثمرين في بلد المستثمر واستثمارات خارجية وهي التي تقوم على رؤوس الأموال المهاجرة من البلد المستثمر على البلدان المضيفة للاستثمار[2].

فهناك أنواع أخرى للاستثمار منها ما يلي:

الاستثمار الإجمالي:

هو عبارة عن كل ما ينفق في زيادة الأصول التي تستخدم في عمليات الإنتاج في المجتمع والتي تساعد على زيادة إجمالي الناتج القومي ويعني ذلك أن الاستثمار الإجمالي يتضمن كل من الاستثمار الصافي والاستثمار الإحلالي [3].

الاستثمار الصافي:

أما الاستثمار الصافي هو عبارة عن الإنفاق لاستحداث أصول جديدة في المجتمع تستخدم في عليمات الإنتاج، وبالتالي فإن استثمار الصافي هو عبارة عن جهود لزيادة حجم الأصول الإنتاجية المتوفرة في الاقتصاد القومي باستحداث أصول جديدة لم تكن متوفرة من قبل.

---

(١) عبد الحميد محمود إدارة المخاطر الاستثمارية، ط ٥، ٢٠٠٠م، الإسكندرية، منشأة المعارف، ص ١٧.

(٢) أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية – الإسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٥م، ص ٩-١٠.

(٣) محمد عبد الغفار، التمويل والإدارة المالية، القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٠م، ص١٩.

وتشهد الدول النامية التي تبذل جهوداً حقيقية في تنمية نفسها والتي تمتلك المقدرات التمويلية الواسعة كالدول المصدرة للبترول على سبيل المثال، توسعاً كبيراً في استثماراتها الصافية مقارنة مع استثماراتها الاحلالية، ولا شك أن حجم الأصول الإنتاجية في المجتمع لا يمكن أن يزيد إلا بزيادة حجم الاستثمار الصافي[1].

الاستثمار الإحلالي:

هو عبارة عن الإنفاق للحصول على أصول يعتبر استبدالها أمراً ضرورياً حتى تستمر في إنتاجها، وكلما زاد حجم الاستثمار الصافي لتنتشر في المجتمع كلما أصبح دور الاستثمار المستقبلي كبيراً لأن عملية التآكل الرأسمالي يجعل للأصول الثابتة آجالاً محددة ينبغي استبدالها عند انقضاء آجالها. وبالرغم من أن الاستثمار الإحلال لا يزيد حجم الاستثمار الإجمالي في المجتمع إلا أنه عامل مهم جداً في زيادة إجمالي الناتج القومي وفي التنمية الاقتصادية على وجه العموم[2].

من حيث الاستثمار في المشروع فمعلوم أنه عبارة عن كل ما يصرف على المروع لتغطية الجوانب الإنفاقية المختلفة التي تهي للمشروع الخروج إلي حيز الوجود والوقوف على قدميه ليبدأ في تقويم المنتجات السلعية أو الخدمية المتوقعة منه ويضمن الاستثمار في المشروع ثلاثة جوانب انفاقية أساسية:

- الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة ويوصف بأنه رأس المال الثابت المحسوس.
- الاستثمار في الأصول الثابتة غير الملموسة "المحسوسة" ويطلق عليه رأس المال الثابت غير المحسوس أيضاً.

رأس المال المتداول.

ويشمل الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة أو رأس المال الثابت المحسوس كما يطلق عليه الأرض والمباني والماكينات والمعدات المختلفة

---

(١) رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلي قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، عمان: دار الميسرة للطباعة والنشر، ١٩٩٧م، ص٣٣.

(٢) رضوان وليد العمار، مرجع سابق، ص٣٠٠.

والمعامل والسيارات والأثاثات والمعدات المكتبية وما إلي ذلك أما رأس المال الثابت غير المحسوس فيتضمن الأصول غير المحسوسة كشراء براءات الاختراع وتراخيص الإنتاج واستخدامات التقنية الإنتاجية، كما يتضمن المصروفات الأولية على المشروع كالإنفاق على الدراسات الأولية ومسموحات الأسواق ودراسات الجدوى للمشروع والخدمات القانونية، في حين أن رأس المال العامل يشتمل المواد الخام والسلع الجاهزة ونصف المصنعة، والمخزون والمدينون، والنقدية في الصندوق وحسابات البنك[1] ..

يرى الباحث أن أنواع الاستثمار تمكن السلطات الرقابية على المصارف ومن تنظيم نشاطها الاستثماري والمصرفي، وأن عرض الاستثمارات في قاعة المركز المالي للمنشأة يتم في مجموعتين، أصول متداولة وأصول ثابتة.

أهمية الاستثمار:

إن الاستثمار ينطوي على زيادة المنفعة أو زيادة الموارد وذلك لأن توظيف مبلغ ما في عمل معين أو استخدام مبلغ ما في نشاط ما يعني تشغيل لليد العاملة وأن مشروع ما سيتم، كما أن هذا سوف يحرك الطلب على بعض المواد التي سيتم استخدامها في إنتاج السلعة المطلوبة أو تقديم الخدمة المعينة.

وتتمثل أهمية الاستثمار في الآتي[2]:

- مساهمة الاستثمار في زيادة الدخل القومي وزيادة الثرة الوطنية وذلك لأن االاستثمار يمثل نوعاً من الإضافة إلي الموارد المتاحة إلي تعظيم درجة المنفعة التي تنجم عن المواد المتاحة.

- مساهمة الاستثمار في إحداث التطور التكنولوجي وذلك من خلال إدخال التكنولوجي الحديثة والمتطورة وتكييفها مع الظروف الموضوعية للمجتمع.

- مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر والحصول وبعض أشكال التخلف.

---

(١) محمد عبد الغفار، مرجع سابق، ص٤٧.

(٢) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سابق، ص ص١٠-١١.

- مساهمة الاستثمار في دعم البنية التحتية لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أ ، يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة حديقة أو غيره.

- مساهمة الاستثمار في توفير القطع الأجنبي الذي كان سيتم إخراجه من البلاد فيما لم يتم إنتاج السلع والخدمات محلياً وهذا سوف يساهم في دعم ميزان المدفوعات.

- مساهمة الاستثمار في الأمن الاقتصادي للمجتمع وهذا أمر يرتبط بتأمين احتياجات المواطنين من خلال قيام المشروعات الاستثمارية التي تعني بتقديم السلع والخدمات الأساسية والكمالية كما يساهم في استخدام الموارد المحلية كما المواد الخام والموارد الطبيعية(1).

- وأيضاً مساهمة الاستثمارات في دعم الموارد المالية للدولة وذلك من خلال سداد ما يترتب على المشروع من ضرائب للحكومة لكي تقوم الحكومة بصرفها باستخدام هذه الموارد وفق مقتضات المصلحة العامة.

- مساهمة الاستثمار في تنفيذ السياسة الاقتصادية للدول من خلال التوجه إلي إنشاء المشروعات التي تحق هذه السياسة.

- مساهمة الاستثمار في توظيف أموال المدخرين فهناك مدخرون للأموال ولكنهم لا يعرفون كيفية تنفيذها(2).

وتنبع أهمية الاستثمار في الاقتصاد القومي من حقيقة أنه يقوم بدور فعال وأساسي على مستويات ثلاثة فعلي المستوى القومي تأتي أهمية هذا المتغير الاقتصادي من أنه أحد أهم المتغيرات الاقتصادية على الأخلاق في العملية التنموية وعلى مستوى قطاع الأعمال يعتبر الاستثمار هو المؤشر الحقيقي لنشاطات هذا القطاع والعامل الحاسم هو انتعاش أو انحسار النشاطات في قطاع الأعمال.

أما على مستوى القطاعات الاقتصادية فإن الاستثمار يقوم بدور فعال في تطوير قطاعات اقتصادية معينة والتي تؤثر على إنعاش أو ظهور قطاعات أخرى تمد أثرها إلي بقية قطاعات الاقتصاد الأخرى.

---

(1) المرجع السابق، ص11.

(2) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سابق، ص11.

لذلك يعتبر الاستثمار من أهم العوامل التي تؤثر على نمو إجمالي الناتج القومي وعلى التنمية الاقتصادية على وجه العموم وأن اختلفت أطر الاستثمارات على نطاق الاقتصاد الاقتصادي القومي وعلى نطاق المشروعات المختلفة من حيث الشمول والأهداف والدوافع والأثر المباشر وعلى كلا المستويين لا تختلف كثيراً.

وغنى عن البيان أن توجيه المصادر الاستثمارية نحو المحالات المختلفة تعني ربط هذه الموارد في هذه المجالات المختارة لمدة قد تطول أو تقصر اعتماداً على طبيعة نوعية هذه المشروعات الاستثمارية(1).

أهداف الاستثمار:

إن الإلمام بالغاية من الاستثمار يقتضي التمييز بين الاستثمار العام الذي تقوم به الحكومة والاستثمار الخاص الذي يقوم به الأفراد والمستثمرون في القطاع الخاص، وذلك لأن الأهداف من النوع الأول من الاستثمار تختلف بعض الشيء عن الأهداف في الاستثمار الخاص.

ففي الاستثمار العام، يمكن ذكر بعض الأهداف مثل(2):

- تقديم خدمة معينة للجمهور.
- تنمية قطاع معين من القطاعات الاقتصادية.
- مكافحة البطالة.
- محاربة الفقر ورفع مستوى المعيشة.
- تحسين وضع ميزان المدفوعات.

أما أهداف الاستثمار على الصعيد الخاص فهي:

١/ المحافظة على رأس المال المستثمر:

إن ثمة مقولة يتداولها عامة الناس تقول بأن (صاحب المال جبان) بمعنى أن صاحب المال يخاف على أمواله، فهو يريد أن تبقى أمواله بدون نقصان. فلا شك في أن كل مستثمر يهتم بالحفاظ على رأسماله بالدرجة الأولى؛ فهو يسعى إلى عدم تبديد ثروته ولهذا فإنه يحاول أن يوجه استثماراته وفقا لذلك.

(١) عبد الغفار حنفي، رسمية ذكي قرباقض، مرجع سابق، ص٢٩٠.
(٢) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقض، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص٣٠٠.

إن الشخص الذي يملك مبلغاً من المال وليكن مثلاً ١٠٠٠ ويريد أن يستثمره في مشروع ما فإنه يتأثر قبل كل شيء من أن هذا المبلغ لن يضيع بل سيعود إليه دون نقصان ولذلك تراه يبحث عن المشاريع التي يطمئن فيها على هذا المبلغ ويختار واحداً أو أكثر من المشاريع[١].

٢/ تحقيق أقصى عائد ممكن:

يمثل الربح أهم الدوافع التي تدفع بالمستثمر للتخلي عن أمواله ووضعها في حوزة أشخاص آخرين قد يكونون بنكاً أو مصنعاً أو مزرعة أو... ألخ.

ولا شك في أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يشكل أحد أهم المعايير التي يتخذ بموجبها المستثمر قراره في الاستثمار في مشروع دون آخر. أي أن المشروع الذي يحقق له أكبر قدر ممكن من الأرباح هو المشروع المفضل للمستثمر[٢].

وعلى هذا يتم ترتيب بدائل الاستثمار وفقاً لمقدار العائد الناجم عن كل نوع من هذه البدائل. فعلى سبيل المثال، لو كان لدينا عدد من المشاريع وأرباحها على النحو التالي:

جدول رقم (١- ٣) يوضح كيفية اختيار المشروعات حسب الأرباح المحققة.

المشروع	الأرباح
A	١٠٠٠٠٠
B	١٥٠٠٠٠
C	١٦٠٠٠٠
D	٩٠٠٠٠

المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقض، الأسواق والمؤسسات المالية، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٨م) ، ص٣١٠.

ومع افتراض أن المبلغ المستثمر هو ثابت في كل المشاريع، ومع افتراض ثبات المؤثرات الأخرى فإن المستثمر سوف يختار المشروع C ومن ثم المشروع B ومن ثم المشروع A ومن ثم المشروع D.

(١) المرجع السابق، ص٣٠٠.

(٢) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص ص١٠-١١.

٣/ تعظيم القيمة السوقية للأسهم:

يعد هدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم من المعايير الهامة في الحكم على أداء المنشآت والشركات المساهمة، ذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المنشآت يشير إلى نجاح هذه المنشأة في السوق ونجاح الإدارة القائمة على هذه المنشأة[١].

يقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند البيع؛ فمن المعلوم أن المنشآت تصدر لدى تأسيسها أسهماً بقيمة منخفضة ثم تبدأ عملها. ومع تطور نشاط المنشأة ونجاحها في أعمالها، تزداد أرباح هذه المنشأة.

ونتيجة لبدء الإفصاح وإعلان المنشأة عن نتائجها وإطلاع الجمهور على ذلك، يتهافت العديد من المستثمرين على شراء أسهم هذه المنشأة. وهذا يعني من جهة أخرى زيادة الطلب على هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وهنا يحقق ملاك المنشأة والمساهمون الذين اكتتبوا في أسهم المنشأة عند التأسيس أرباحاً رأسمالية. وأما المساهمون الجدد الذين اشتروا الأسهم بالقيمة الجديدة فهم يتوقعون أن ترتفع أسعار هذه الأسهم في المستقبل، ولذلك فهم يشترونها بناءً على تنبؤاتهم المستقبلية[٢].

٤/ تحقيق السيولة: Liquidity

يقصد بتحقيق السيولة للمستثمر أن يتوفر بحوزته نقدية جاهزة للدفع عند اللزوم.

والسيولة هي قدرة المشروع على الدفع أو قدرته على سداد التزاماته المترتبة عليه في أي وقت. وأيضاً قدرته على تحويل ما بحوزته من أصول إلى نقدية بدون خسارة من أجل تجنب المشاكل الناجمة عن عدم السداد.

وفي مجال الحديث عن الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية، يتم التمييز ما بين:

---

(١) المرجع السابق، ص١١.

(٢) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص١٣.

- الأصول السائلة من الدرجة الأولى، مثل الصندوق، الودائع الجارية لدى البنوك إضافة إلى الحسابات لدى البريد.
- الأصول السائلة من الدرجة الثانية، مثل الأوراق المالية، والذمم المدينة، الأوراق التجارية[1].
- الأصول السائلة من الدرجة الثالثة، مثل المخزون والبضاعة في الطريق.

ومن هنا يمكن أن نشير إلي أن السيولة النقدية تمثل هدفاً قصير الأجل للمستثمر وفي القوت نفسه قيداً على تحقيق الهدف الإستراتيجي.

إن الهدف من الاستثمار هو هدف مبدئي وهو نمو رأس المال مقاساً من خلال حجم الأصول أما عن الأهداف الأخرى فتمثل في تعظيم الدخل والعمل على استقرار الدخل الحالي، أو الاستثمار الكثير في أدوات سوق النفر، وحديثاً فعد بين العديد من الشركات هدفها في الاستثمار في السندات المحلية المعفاة من الضرائب وتهدف شركات أخرى إلي شراء وبيع الأسهم للمستثمرين الحاليين بناءاً على طلباتهم.

حيث توجد شركات أخرى لديها نوعين من حصص الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم رأس المال ويقصد نشاطها على ذلك فقط حيث يتحقق للمستثمر في أسهم رأس المال عوائد رأسمالية بينما يحصل المستثمر في أسهم الدخل على الإيراد الخاص بالأسهم[2].

إنه مضمون إدخال الأموال واستثمارها في المشروعات المختلفة يقوم أساساً على الفائدة أو المردود الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلاً عند التضحية بجزء من الاستهلاك في الوقت الحاضر وبعبارة أخرى فإن التضحية بجزء من الاستهلاك الحالي سيؤدي إلي زيادة في الاستهلاك المستقبلي ولا شك أن عملية الاستهلاك عملية طويلة.

ولكن يعرف المستثمرين أن الاحتفاظ بالنقود لها تكلفة ناجمة عن فرصة بديلة ضائعة فالاحتفاظ بالنقود دون استثمارها يؤدي إلي فقدان أصحابها

---

(١) المرجع السابق، ص١٤.

(٢) عبد الغفار جنفي، رسمية زكي قرباقض، مرجع سابق، ص٣٢٠.

لعائد كان يمكن الحصول عليه إذا استثمرت هذه الأموال لذلك لا يميل المستثمرين بأن من ميادين الاستثمار المختلفة من أموال صعبة ويجتهدون نحو هذه الميادين لاستثمار أموالهم رغم هذه الظروف لعملهم بأن فرص الحصول على مردود مجزي من مجهودهم الاستثمارية أكبر إذا ما تم علاج المشروعات الاستثمارية بحرص وإيجابية بناءاً على طرق التحليل العلمي في دراسة واختبار المشروعات[1] .

أنواع الاستثمار:

الاستثمار عامل أساسي في تحقيق الزيادة في إجمالي الناتج القومي وفي تحقيق النمو الاقتصادي، ومن معالم الاستثمار الرئيسية زيادة الأصول الثابتة في المجتمع، وفي هذه المرحلة من تحدثنا عن الاستثمار لابد من توضيح بعض الحقائق عن الاستثمار، لأن الإشارة للاستثمار قد يفهم أكثر من معنى واحد فهناك عدة أنواع للاستثمار منها:

- الاستثمار الكلي أو الإجمالي.
- الاستثمار الصافي.
- الاستثمار الإحلالي.

الاستثمار الإجمالي:

هو عبارة عن كل ما ينفق في زيادة الأصول التي تستخدم في عمليات الإنتاج في المجتمع والتي تساعد على زيادة إجمالي الناتج القومي ويعني ذلك أن الاستثمار الإجمالي يتضمن كل من الاستثمار الصافي والاستثمار الإحلالي[2] .

الاستثمار الصافي:

أما الاستثمار الصافي هو عبارة عن الإنفاق لاستحداث أصول جديدة في المجتمع تستخدم في عليمات الإنتاج، وبالتالي فإن استثمار الصافي هو عبارة عن جهود لزيادة حجم الأصول الإنتاجية المتوفرة في الاقتصاد القومي باستحداث أصول جديدة لم تكن متوفرة من قبل.

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص١٥.

(٢) محمد عبد الغفار، التمويل والإدارة المالية، القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٩٠م، ص١٩.

وتشهد الدول النامية التي تبذل جهوداً حقيقية في تنمية نفسها والتي تمتلك المقدرات التمويلية الواسعة كالدول المصدرة للبترول على سبيل المثال، توسعاً كبيراً في استثماراتها الصافية مقارنة مع استثماراتها الاحلالية، ولا شك أن حجم الأصول الإنتاجية في المجتمع لا يمكن أن يزيد إلا بزيادة حجم الاستثمار الصافي(1).

الاستثمار الإحلالي:

هو عبارة عن الإنفاق للحصول على أصول يعتبر استبدالها أمراً ضرورياً حتى تستمر في إنتاجها، وكلما زاد حجم الاستثمار الصافي في المجتمع كلما أصبح دور الاستثمار المستقبلي كبيراً لأن عملية التآكل الرأسمالي يجعل للأصول الثابتة آجالاً محددة ينبغي استبدالها عند انقضاء آجالها.

وبالرغم من أن الاستثمار الإحلال لا يزيد حجم الاستثمار الإجمالي في المجتمع إلا أنه عامل مهم جداً في زيادة إجمالي الناتج القومي وفي التنمية الاقتصادية على وجه العموم(2).

من حيث الاستثمار في المشروع فمعلوم أنه عبارة عن كل ما يصرف على المروع لتغطية الجوانب الإنفاقية المختلفة التي تهي للمشروع الخروج إلي حيز الوجود والوقوف على قدميه ليبدأ في تقويم المنتجات السلعية أو الخدمية المتوقعة منه ويضمن الاستثمار في المشروع ثلاثة جوانب انفاقية أساسية:

1. الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة ويوصف بأنه رأس المال الثابت المحسوس.
2. الاستثمار في الأصول الثابتة غير الملموسة "المحسوسة" ويطلق عليه رأس المال الثابت غير المحسوس أيضاً.
3. رأس المال المتداول.

ويشمل الاستثمار في الأصول الثابتة المحسوسة أو رأس المال الثابت المحسوس كما يطلق عليه الأرض والمباني والماكينات والمعدات المختلفة

---

(1) رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلي قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، عمان: دار الميسرة للطباعة والنشر، ١٩٩٧م، ص٣٣.
(2) رضوان وليد العمار، مرجع سابق، ص٣٠٠.

والمعامل والسيارات والأثاثات والمعدات المكتبية وما إلي ذلك أما رأس المال الثابت غير المحسوس فيتضمن الأصول غير المحسوسة كشراء براءات الاختراع وتراخيص الإنتاج واستخدامات التقنية الإنتاجية، كما يتضمن المصروفات الأولية على المشروع كالإنفاق على الدراسات الأولية ومسموحات الأسواق ودراسات الجدوى للمشروع والخدمات القانونية.

في حين أن رأس المال العامل يشتمل المواد الخام والسلع الجاهزة ونصف المصنعة، والمخزون والمدينون، والنقدية في الصندوق وحسابات البنك[1] ..

إن ثمة أنواعاً كثيرة ومختلفة للاستثمارات باختلاف النظر إليها وسوف نقوم بمحاولة تسليط الضوء على أبرز التصنيفات الاستثمارية.

١/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لآجالها:

أ/ استثمارات قصيرة الأجل:

تكون مدة التوظيف في هذه النوع من الاستثمارات قصيرة لا تزيد عن سنة كأن يقوم أحد المستثمرين بإيداع أمواله لمدة لا تزيد عن سنة أو يقوم بشراء أذونات الخزنة أو سندات قصيرة الأجل، تهدف هذه الاستثمارات إلي توافر السيولة النقدية إضافة إلي تحقيق بعض العوائد وهي تتميز بتوافر سوق لتداولها وتتميز أيضاً بسهولة تحولها إلي نقدية وسرعته.

ب/ استثمارات متوسطة الأجل:

تكون مدة التوظيف في هذه النوع من الاستثمارات أطول من النوع السابق، حيث قد تصل إلى خمس سنوات.

ومثالها أن يقوم شخص ما بإيداع مبلغ من المال في المصرف لمدة خمس سنوات. أو أن يقوم بشراء أوراق مالية لمدة لا تزيد عن خمس سنوات أو استئجار أصل ما وتشغيله ضمن المدة المذكورة.

ج/ استثمارات طويلة الأجل:

تتجاوز مدة توظيف الأموال وفقاً لهذا النوع من الاستثمارات خمس سنوات فقد تصل إلى ١٥ سنة أو أكثر. ومثال هذا النوع من الاستثمارات

---

(١) محمد عبد الغفار، مرجع سابق، ص٤٧.

تأسيس المشروعات. وإيداع الأموال لدى البنوك. الإكتتاب في أوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم. يكون الغرض الأساس من هذه الاستثمارات تحقيق عائد مرتفع من خلال الاحتفاظ بالأصول المستثمرة لفترة طويلة نسبياً [1].

٢/ تصنيف الاستثمارات وفقا للعائد الناجم من هذه الاستثمارات:

أ/ استثمارات ذات عائد ثابت

كأن يقوم المستثمر هنا بالاكتتاب في أوراق مالية ثابتة الدخل كالسندات والأسهم الممتازة وإيداع الأموال لدى البنوك

ب/ استثمارات ذات عائد متقلب

وهنا يكون العائد متغيراً من فترة لأخرى أو من مشروع لآخر، كأن يقوم المستثمر بالإكتتاب في أسهم عادية المتاجرة ببعض السلع والخدمات.

٣/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لقطاعات الاستثمار:

أ/ الاستثمار في قطاع الأعمال العام: يشمل الهيئات العامة ذات النشاط الإنتاجي سواء كان ذلك في شكل سلع أو خدمات ويستثنى من ذلك تلك التي تدخل في قطاع الوسطاء الماليين كالبنوك وشركات التأمين.

ب/ الاستثمارات في قطاع الأعمال المنظم: يشتمل على الشركات المساهمة والتوصية سواءً كانت تابعة للدولة أم للقطاع الخاص.

ج/ الاستثمار في قطاع الأعمال غير المنظم: يشتمل هذا القطاع على شركات الأشخاص من تضامن وتوصية بسيطة.

د/ الاستثمار في الجمعيات التعاونية:

هـ/ الاستثمار في قطاع الخدمات العامة: أي قطاع الدولة وما تقدمه من خدمات، ويشمل هذا القطاع على الخزانة والإدارة الحكومية والبلديات.

و/ الاستثمار في قطاع الأفراد: أي الأفراد والمنشات الفردية والهيئات المحلية.

ز/ الاستثمار في قطاع العالم الخارجي: يشتمل هذا القطاع على المنشآت والأفراد الذين يتعاملون مع مختلف القطاعات الخارجية.

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة: الشكة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م، ص٥٦.

ح/ الاستثمار في قطاع الوسطاء الماليين: يشتمل على المؤسسات العامة للتأمين والمعاشات والتأمينات الاجتماعية، وشركات التأمين.

ط/ الاستثمار في قطاع البنوك: أي الإيداع لدى البنوك أو الاكتتاب في السندات والأسهم التي تصدرها [1].

٤/ تصنيف الاستثمارات حسب النشاط الاقتصادي للمستثمرين:

أ/ استثمارات المنشآت التجارية: أي الاستثمار في المنشآت التي تعتمد بالدرجة الأساسية على المتاجرة بالسلع والخدمات. وهذا النوع من الاستثمارات واسع الانتشار في المجتمعات كافة وهو يسهل عملية التبادل بين مختلف الأنشطة.

ب/ استثمارات المنشآت الزراعية: أي الاستثمارات في المنشآت التي يعتمد نشاطها الأساس على زراعة مختلف أنواع المزروعات وجنيها في المواسم المحددة لها، وهي تعرف بارتفاع مخاطرها وانخفاض معدل العائد المتولد عنها نظراً لاعتمادها على الظروف الجوية والعوامل الطبيعية.

ج/ استثمارات المنشآت الصناعية: أي المنشآت التي تقوم بتحويل المواد الخام إلى سلع للاستهلاك أو للاستعمال.

د/ استثمارات المنشآت الخدمية: تعتمد على تقديم الخدمات المختلفة للجمهور مثل الماء والكهرباء والاتصالات والنقل.

هـ/ استثمارات المهن الحرة: كالحلاقين والنجارين والحدادين...إلخ.

و/ الاستثمارات العقارية: تقوم على امتلاك العقارات وبيعها أو إقامة المباني وتأجيرها أو بيعها.

٥/ تصنيف الاستثمارات وفقا لطبيعتها:

أ/ استثمارات حقيقية أو عينية: تشتمل على الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة وتؤدي إلى خلق قيم جديدة.

ب/ استثمارات غير حقيقية أو مالية: لا تؤدي إلى خلق القيم وإنما الى انتقالها من شخص إلى آخر لتمويل الأنشطة العينية.

---

(١) رضوان وليد العمار، مرجع سابق، ص ص١٠-١١.

٦/ تصنيف الاستثمارات وفقاً لحجمها:

أ/ استثمارات صغيرة: تتسم بصغر المبالغ التي يتم استثمارها. كذلك صغر المنشآت التي تقوم بالاستثمار من حيث: حجمها وعدد عمالها ومن حيث رأس مالها ونتائج أعمالها.

ب/ استثمارات كبيرة: تكون المبالغ المستثمرة فيها كبيرة. وتقوم بها منشآت كبيرة في: حجمها وانتشارها ورأسمالها عدد العاملين فيه ونتائج أعمالها (١).

٧/ تصنيف الاستثمارات وفقا لمن يقوم بها:

أ/ استثمار شخصي أو فردي: يقوم به شخص واحد يتولى إدارة شؤون هذا الاستثمار من حيث تأمين الاحتياجات والعمل به والبيع، أو يقوم بالاكتتاب بالأوراق المالية. ليس واسع الانتشار لأنه من الصعب على شخص بمفرده أن يحيط بجوانب النشاط كافة.

ب/ استثمار مؤسسي: وهو الاستثمار الذي تقوم به مؤسسة أو هيئة أو شركة. هذا النوع هو الأكثر رواجاً وانتشارا بل وتطوراً وكذلك ذو أثر على الحياة الاقتصادية لمجتمع ما.

٨/ تصنيف الاستثمار وفقا لشكل الملكية:

أ/ استثمار عام: تقوم به عادة الحكومة كونها مالكة لهذا الاستثمار. قد يسمى أيضا الاستثمار في القطاع العام أو القطاع الحكومي.

ب/ استثمار خاص: يقوم به الأشخاص أو الهيئات الخاصة باعتبارهم المالكين لوسائل الإنتاج فيه.

ج/ الاستثمار المشترك: يجمع ما بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص. يقوم الأفراد هنا بشراء حصص في المنشآت الحكومية سواء كانت إنتاجية أو حتى خدمية.

٩/ تصنيف الاستثمارات وفقا للجنسية:

أ/ استثمار محلي أو استثمار وطني: تكون جنسية المستثمرين فيه وطنية أو محلية سواءً كانوا أفراداً أم مؤسسات.

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص ص١١-١٢.

ب/ استثمار أجنبي: تقوم به الشركات والهيئات الأجنبية وتزايد دور هذا النوع من الاستثمارات وانتشاره الواسع في العديد من البلدان سيما في العقد الأخير من القرن العشرين وبداية القرن الحالي في ظل العولمة والانفتاح الاقتصادي والمالي[١].

مقومات الاستثمار:

تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تنطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشروع سواء أكانت أصولاً ثابتة كالأراضي والمباني والآلات، أم أصول متداولة كالنقدية والبضائع والأوراق المالية كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن وأقل مخاطر.

ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي رأي قرار باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة ومن أجل التوصل للقرار الاستثماري فإن على المستثمر[٢]:

١. أن يضع جميع البدائل المتاحة.
٢. أن يقوم بدراسة هذه البدائل وتحليلها.
٣. أن يقارن بين هذه البدائل من خلال دراسته لها.
٤. أن يختار البديل الأمثل الذي يحقق له أقصى مصلحة.
٥. أن يضع البديل الأمثل موضع التطبيق.

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار حيالها وتتوقف نوعية القرار الذي يتخذه في هذه المواقف وطبيعته، على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من جهة.

تعريفات العائد:

هناك عدة تعريفات للعائد ونتناول أهم التعريفات في ما يلي:

---

(١) مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص ص١٢-١٣.
(٢) محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان: دار وائل للنشر ولتوزيع، ٢٠٠٤م، ص٣٧.

١) العائد هو ما يعود إلي الشيء ونقول عائد العمل نعني بها الأجور ونقول عائد الاستثمار نعني به الأموال الإضافية التي تعود إلي المستثمر زيادة عما أنفقه كما أن الربح الذي يظهر في قائمة الدخل هو عائد المشروع عن الفترة التي غطتها قائمة الدخل [١]. من ذلك التعريف السابق يرى ذلك الباحث أن عائد الاستثمار (هو الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة أو الفرق بين المنافع والتكاليف) [٢].

٢) أما في الاقتصاد فالعائد تسمية أخرى للكفاية الحدية لرأس المال فالعائد له دور أساسي في توجيه الأموال بين المشاريع القريبة والقطاعات الاقتصادية المختلفة [٣].

ففي نظام السوق يتجه الاستثمارات نحو المشاريع الأكثر ربحاً وإلي القطاعات المجزية وأحجامها على المشاريع والقطاعات ذات العائد المنخفض.

إن الربح الذي تسعى إليه المنشأة هو الربح المحاسبي الذي يعبر عنه بزيادة قيمة مبيعات المنشأة من السلع والخدمات وتخزينها وتسويقها [٤] وتحمل الربحية في المنشأة أكثر من مفهوم ومعنى فقد تعني بالربحية طويلة الأجل والربحية قصيرة الأجل، فالربحية في المدى القصير (هي عبارة عن الإيرادات مطروحاً منها النفقات) [٥]. أما الربح في المدى الطويل فله عدة مدلولات فهو: (إنا نصيب السهم من الأرباح المنخفضة أو العائد على الاستثمار أو العائد على حقوق الملكية) [٦].

٣) أيضاً العائد هو: (المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأصوله بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه)[٧].

---

(١) سليمان أو صبحا، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة، القاهرة، ٢٠٠٨م، ص ص٤٤-٥٠.
(٢) مرجع سابق، ص ص٤٤-٥٠.
(٣) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، ٢٠٠٤م، د ن، ص٩٩.
(٤) عبد القادر محمد أحمد عبد الله، أساسيات الإدارة المالية، خالد بن عبد العزيز السهلاري، الشامل للطباعة والنشر، ١٤٣٠هـ، ٢٠٠٩م، ص١٢.
(٥) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، مرجع سابق، ص١٠٠.
(٦) مرجع سابق، ص١٠٠.
(٧) محمد مطر، إدارة الاستثمار، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م، ص٢٢.

٤) (هو المكافأة التي يتمنى المستثمر بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر عن أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل) [١].

مما سبق يتضح أن التعاريف الشامل هو التعريف رقم (١) وذلك للآتي:

لأنه أضاف إلي العائد بشكل عام بأنه يشمل جميع ما يعود على الأفراد من دخول والمؤسسات من وفورات وشمل أيضاً تحديد نوعية التدفقات والمظاهر الذي يخرج به العائد والفترة المحددة التي يغطيها هذا المقدار من العائد ومقدرته على غطاء تكاليف ومستلزمات المنشأة.

ومن مما سبق يرى الباحثون أن مفهوم العائد هو ما يعود على المنشأة من أرباح بصرف النظر على مصدر تلك الأرباح فقد تكون أرباح من ناتج طرح التدفقات النقدية الخارجة وذلك على مدى فترة محددة أو من الاستثمار في الأسهم والسندات وذلك من الأرباح المنفقة أو المحتجزة أو من العائد على رأس المال أو من مصادر أخرى.

إذا العائد له المقدرة الكبيرة في تسيير المشاريع أو عدم تسيرها ووضعها في مستوى عالي من الأمان.

أنواع العوائد:

١/ العوائد البنكية:

تتمثل هذه العوائد في الإيرادات البنكية، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ. إيرادات الفوائد:

(هي مجموع الفوائد المكتسبة على كل أصول البنك، كالقروض والودائع لدى مؤسسات أخرى، والأوراق المالية، فهي إيرادات تنتج عن استثمار أموال البنك)[٢].

١/ فوائد الأرصدة الدائنة لدى المصارف العملية والمراسلين في الخارج:

حيث أنه عوضاً من أن يحتفظ البنك بالمبلغ عاطلة دون استخدام، فغنه يوزعها لدى أحد المصارف العملية التي تكون بحاجة إليها، ويحصل مقابل

---

(١) مرجع سابق، ص٢٣.

(٢) عبد الحميد مصطفى أبو نعام، أساسيات الإدارة المالية، مدرسة إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، د ن، د ت، ص٣٦.

ذلك على فائدة بالسعر السائد في السوق، أما بالنسبة للأرصدة الدائنة لدى المراسلين في الخارج، فهي تتعلق بالتجارة الدولية فهناك بلاد تمنع عليها فوائد وأخرى لا تمنع عليها فائدة [١].

٢/ فوائد الفروض والسلفيات ومحفظة الأوراق المالية والتجارية:

حيث تمثل القروض والسلفيات أهم عنصر من عناصر إيرادات هذه البنوك، أما بالنسبة للأوراق المالية، من المصارف تستثمر جانباً من أموالها في شراء هذه الأوراق، وتتمثل أهم عناصر إيرادات الاستثمارات المالية في أرباح الأسهم، فوائد السندات، أرباح بيع الأسهم والسندات، أما الجزء الآخر الذي تحقق البنوك منه إيراد هو قيامها بخصم الأوراق التجارية، خاصة الكمبيالات المخصوصة [٢].

٣/ عمولات مقبوضة:

أهمها تلك التي يحصلها المصرف التجاري من فتح الإعتمادات المستندة. وإصدار خطابات الضمان وأيضا إيرادات خدمات الأوراق المالية مثل شراء أو بيع الأوراق المالية لمصلحة العملاء [٣].

٤/ عوائد الأسهم محصلة أو مدفوعة:

- معدل العائد المحتمل.
- معدل العائد المتوقع.

لأن العائد المحتمل غير مؤكد. فإنه من المفضل عمل توزيع احتمالي، بمعنى تقدير العائد المحتمل في ظل ظروف اقتصادية واحتمالات حدوثها، تم تقدير العائد المرجع بالاحتمالات والذي يسمى بالعائد المتوقع.

ب. معدل العائد المطلوب:

هو العائد الذي يطلبه (يأمل في تحقيقه) المستثمر حتى يقبل على شراء السهم. حيث أن العائد الخالي من الخطر هو سعر الفائدة الخالي من الخطر. أما بدل المخاطرة فهو جزء من العائد يحصل عليه المستثمر لكي يعوضه عن المخاطرة [٤].

---

(١) www.palstar.net

(٢) موقع سبق ذكره.

(٣) www.palstar.net

(٤) موقع سبق ذكره.

ت. عوائد السندات محصلة أو مدفوعة:

وهناك أكثر من مفهوم للعائد.

- **العائد الاسمي:** أي سعر الفائدة المسمى في السند عند إصداره.
- **معدل العائد المرتقب:** هو العائد المركب المتوقع تحقيقه طوال فترة السند حتى تاريخ استحقاقه، ويتم حسابه بالتقريب[١].

٢/ العوائد المباشرة وغير المباشرة:

عندما يتم إنتاج سلعة معينة فإن الهدف هو إشباع طلب خاص أو طلب عام. إن تقييم الاشباعات التي تتحقق مباشرة بالسلعة تسمى إشباع أولي ولكن إنتاج هذه السلعة والخدمات قد يساعد بطريق غير مباشرة على تحقيق أهداف أخرى لم تدخل في التقييم الأولي. وتسمى هذه العوائد الغير مباشرة على العوائد الأولى وعوائد غير مباشرة على العوائد الثانوية.

ويضرب لذلك مثل بأن العوائد الأولية لإنتاج الراديو والتلفزيون هو إشباع حاجة لها. ولكن انتشار الراديو والتلفزيون سيساعد على الإقلال من الأمية وعليه فلابد من أن يأخذ التقييم الاجتماعي ذلك في الحسبان[٢].

٣/ عوائد إعادة التوزيع:

إذ كان إعادة توزيع الدخل أحد الأهداف القومية فإن الدور الذي يحققه مواطن غني له قيمة اجتماعية أقل من الدور الذي يحققه مواطن فقير. إن العوائد لأي مشروع إذن يجب تقيمه طبق لهدف إعادة توزيع الدخل[٣].

٤/ العائد على الاستثمار:

ويسمى أيضاً العائد على مجموع الأصول: (وهو مقياس شامل للكفاءة ويسعى المديرون في المشاريع إلي زيادته لأنه يعبر عن مدى نجاحهم في إدارة الأصول وتسخيرها لتوليد الأرباح حيث أنه يعبر عن مدى قدرة المستثمرين في الأصول في توليد أرباح بالعادلة التالية[٤]:

---

(١) موقع سبق ذكره.

(٢) www.islamtin.go.frrum.net

(٣) www.islamtin.go.frrum.net

(٤) موقع سبق ذكره.

معدل العائد على الاستثمار = $\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول المستثمرة}}$ × ١٠٠٪.

٥/ العائد على القيمة الصافية:

أي العائد على أموال أصحاب المشروع أو العائد على حقوق المساهمين والمقصود بأصحاب المشروع أو المساهمين هنا (المساهمين العاديين أو حملة الأسهم العادية) (وهو مقياس شامل أيضاً تحرص إدارة المشروع على زيادته لأنه يعطي مؤشراً على مدى نجاحها في استثمار أموال أصحاب المشروع) [١] .

ويقاس بالمعادلة التالية:

العائد على القيمة الصافية = $\frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد والضرائب المتاحة لحملة الأسهم العادئة}}{\text{حقوق المساهمين العاديين}}$

٦/ العائد الحقيقي أو العائد الجاري:

بعيد عن قدرة الجنيه المستثمر في شراء سهم المشروع على توليد الأرباح عند شرائه = $\frac{\text{صافي الربح الموزع للسهم}}{\text{سعر السهم في السوق}}$ × ١٠٠٪.

٧/ عوائد غير قابلة للقياس:

هناك عوائد غير قابلة للقياس في الوقت الحالي حيث لا يمكن بسهولة وضع قيمة مالية له لذا كان هناك مشروع يحقق تخفيض لتلوث الجو فإنه من الصعب وضع حسابات دقيقة عن هذا النوع من العوائد.

طرق قياس العوائد:

العائد على حقوق الملكية:

يستخدم كتاب الإدارة المالية تسميات أخرى تعطي نفس المضمون مثل العائد على القيمة الصافية أو العائد على أموال أصحاب المشروع وهو مقياس لمدى كفاءة العاملين في استقلال أموال حملة الأسهم وتوليد الأرباح التي يرضون بها ، ويتم حساب العائد على حقوق الملكية بالمعادلة التالية:

العائد على حقوق الملكية = $\frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{حقوق الملكية}}$ × ١٠٠٪

---

(١) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، رجع سبق ذكره، ص٢٦٨.

ويقصد بصافي الربح هو ذلك الجزء من الأرباح المحاسبية الخاصة بحملة الأسهم العادية.

العائد على رأس المال:

وله تسميات مختلفة مثل العائد على الاستثمار أو العائد على إجمالي الأصول وهو مقياس آخر لمدى كفاءة الشركة والعاملين فيها على استقلال الموجودات لتوليد الأرباح، ويمكن إيجاد العائد على رأس المال باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{العائد على رأس المال} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times ١٠٠\%$$

ويقصد بصافي الأصول، إجمالي الأصول مخصوماً منها الاستهلاك المتراكم، حيث يعبر الجواب عن قدرة الجنيه الواحد المستثمر في موجودات الشركة على تحقيق الربح الصافي (المحاسبي) [١].

العائد على السهم:

يقاس العائد على السهم بأحد المقاييس التالية:

١/ نصيب السهم العائد من الأرباح المحققة:

ويرمز له بالرمز EPS اختصاراً Earning Per Share وهو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام، وتبذل الشركات جهدها لزيادته حيث أنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الأسهم، ويمكن استخراج نصيب السهم من الأرباح المحققة (قبل توزيعها) باستخدام المعادلة التالية [٢]:

نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة =

$$\frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}} \times ١٠٠\%$$

٢/ نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة: (DPS)

ويرمز له بالرمز (DPS) وهو اختصار للكلمات Share Dividends Per ويعتبر مقياساً أخر من مقاييس السوق، يقيس ما سوف يحصل عليه المساهم

(١) خالد رهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان: دار الميسرة، ١٩٩٩م، ص ص٣٧٨-٣٧٩.

(٢) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٨٢م، ص ص٤٦-٤٧-٤٨.

من نقود (أرباح) لقاء وجود هذا السهم في محفظته ويمكن استخراجه كما يلي [1]:

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = $\frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$

الربح الجاري للسهم:

يعتبر هذا المقياس عن وجهة نظر المستثمر نحو تقيم السهم أن يقيس قدرة الجنيه سوداني الذي سيدفقه المستثمر ثمناً للسهم في حالة شرائه على توليد الربح، ويمكن استخراجه بالمعادلة التالية [2] :

الربح الجاري للسهم = $\frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} \times ١٠٠\%$

وهناك علاقة عكسية بين الربح الجاري للسهم والقيمة السوقية، فإذا زادت القيمة السوقية للسهم هبط الربح الجاري له، والعكس من ذلك صحيح، والسبب هو أن القيمة السوقية يحددها عامل السوق (العرض والطلب) وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار، فهي متقلبة خلال التعامل اليومي مما يؤدي إلي ما يلي:

١. إعادة تقييم سمعة الشركة ومركزها المالي، من خلال توقعات المستثمرين لنتائج الأعمال التشغيلية، والأرباح التي ستوزعها، ونظراً لاختلاف النفقات التي تخدم مصالح بعضهم، مما يؤدي إلي التأثير على ارتفاع أسعار أو نقصانها بصورة مبالغاً فيها.
٢. تتأثر القيمة السوقية بالحالة الاقتصادية التي يمر بها السوق ففي حالة الكساد يؤثر التضخم على أسعار الأسهم [3] .

الربح لفترة الاقتناء:

عندما يقتني المستثمر سهماً كان قد أشتراه بثمن معين يبيعه بعد ذلك فإن العائد لفترة الاقتناء لهذا السهم هو [4] :

---

(١) علي عباس، الإدارة المالية، زهران للطباعة، الجامعة الأردنية، ١٩٩٤م، ص ص١٣٦-١٣٧.
(٢) علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص١٣٨.
(٣) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سابق، ص٤٨.
(٤) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سابق.

$$\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء} + \frac{\text{مايكون قد قبضة من أرباح أو فوائد}}{\text{سعر الشراء}} \times ١٠٠٪$$

وهذا المقياس أكثر العائد واقعية.

وهناك أمثلة على طرق قياس العائد:

مثال على العائد على الاستثمار أو على مجموع الأصول:

إذا كانت أرباح الشركة الصافية بعد الضرائب (١٠) ألف جنيه ومجموع الأصول فيها (أو مجموع الأموال المستثمر فيها) يساوي (٣٢٠) ألف جينة[١] .

المطلوب:

استخراج العائد على الاستثمار:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي الأصول}} \times ١٠٠٪$$

$$= \frac{40}{320} \times ١٠٠٪ = ١٢,٥٪$$

مثال نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:

إذا كان عدد الأسهم العادية في المثال السابق (٤- ٢) (١٠٠) ألف سهم فالمطلوب هو استخراج EPS.

الحل: الأرباح الخاصة بحملة الأسهم العادية = ٦٠- ٤٠ للأسهم الممتازة = ٥٦ ألف جنيه.

$$EPS = \frac{56}{100} = ٠,٥٦ \text{ جنيه}$$[٢] .

مثال نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:

إذا أرادت الشركة في المثال السابق (٤- ٣) أن توزع ١٥٪ أرباحاً على الأسهم العادية وكانت القيمة الاسمية للسهم العادي جنيهاً واحداً استخرج نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة[٣] .

الحل:

١٥٪ × ١ جنيه القيمة الاسمية = ٠,١٥ جنيه نصيبه من الأرباح الموزعة.

---

(١) مرجع سابق.

(٢) سيد الهواري، الاستثمار والتمويل، مرجع سابق.

(٣) مرجع سابق.

مثال الربح الجاري للسهم:

بالرجوع إلي المثال السابق إذا كان نصيب السهم من الأرباح الموزعة (٠,١٥) جنيه ويباع في السوق بسعر (٣) جنيه استخرج ربحه الجاري[1] .

الحل:

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيبه من الأرباح الموزعة}}{\text{سعره في السوق}} \times ١٠٠\%$$

$$= \frac{0.15}{3} \times ١٠٠\% = ٥\%$$

مما سبق يتضح أن التعريف الشامل هو التعريف رقم (١) .

وذلك للآتي:

أنه إضافة أن العائد بشكل عام هو الذي شمل جميع ما يعود عليه الأفراد من دخول والمؤسسات من وفورات وشمل أيضاً تحديد نوعية التدفقات أو المظاهر الذي يخرج به العائد والفترة المحددة التي يغطيها هذا المقدار من العائد ومقدرته على غطاء تكاليف ومستلزمات المنشأة.

ومن مما سبق يرى الباحثون أن مفهوم العائد هو ما يعود على المنشاة من أرباح بصرف النظر عن مصدر تلك الأرباح فقد تكون أرباح من ناتج طرح التدفقات النقدية الخارجة وذلك على مدى فترة محددة أو من الاستثمار في الأسهم في السندات وذلك من الأرباح المتفق أو المحتجزة أو من العائد على رأس المال أو من مصادر أخرى.

إذا العائد له المقدرة الكبيرة في تسيير المشاريع أو عدم تسيرها ووضعها في مستوى عالي من الأمان.

أهمية العائد:

تتمثل العوائد الهدف الأساسي للمنشآت التي تسعى إلي تحقيق أرباح تزيد ممن تكاليفها والتزاماتها المطلوبة منها ومن ناحية المساهمين فإن العوائد تمثل لديهم كل ما يوزع على المساهمين من أرباح ثانوية بالإضافة إلي الربح الرأسمالي الناتج عن الزيادة في القيمة السوقية بسعر السهم.

---

(١) مرجع سابق.

أما من جهة منشآت الأعمال فإن الربح يمثل لهم أهمية كبيرة لأن الهدف الأساسي الذي قامت عليه هذه المنشآت هو تحقيق أكبر قدر من العوائد فإنه يعني أن تزيد المخرجات عن المدخلات وهو ما يعبر عن الكفاءة الاقتصادية وهنا يجب على الإدارة اتخاذ القرارات التي تعمل على الاستقلال الأمثل للموارد المتاحة حتى تتمكن من زيادة الأرباح الكلية للمنشأة(١) .

كما أن للعائد أهمية كبير في تحديد قيمة المنشآت السوقية كما له المقدرة على ضمان سير عمليات المنشآت في المسار الصحيح وذلك لأنه قادر على ضمان تسديد التزامات المنشأة مع وجود فائض يغطي أية الأرباح المتفق علي تسديدها للمساهمين.

وللعائد أهمية كبيرة أيضاً فهو الأساس الذي يرتكز عليه تحديد الاستثمار الراد الاستثمار فيها فيتم اختيار الأرباح لزيادة الربحية الاقتصادية للوحدة أو المنشآت(٢) .

كما أن للعوائد أهمية كبيرة بالنسبة لكل مراحل النشاط الإنتاجي والخدمي وذلك لأن الدائنين يهمهم معرفة كيفية استعمال الشركة مصادر الربحية لتستطيع في المستقبل دفع الفوائد وأصل القرض.

كما أن الملاك يهتمون أيضاً بمقدار العوائد المحققة في الوحدة الاقتصادية ومقدار ربحيتها الاقتصادية حتى تصبح قيمة الأسهم أكثر ارتفاعاً مما يعود عليهم بالمنفعة.

لذلك يتوجب على الإدارة أن تظهر أنها قادرة على إدارة أصول الشركة وتحقيق أهدافهم ومطالبهم، ولأن الإدارة الفعالة هي القادرة على مقابلة تنبؤات الربحية لمالك الوحدة الاقتصادية وكل الجهات التي يهمها هذا الأمر يتم تعميمها على كل أرجاء الشركة.

وذلك لأن المدراء يسعون دائماً لتحقيق هذه الأهداف وتحقيق سقف الأمان من الربحية لضمان بقاء الشركة واستمرارية أعمالها(٣) .

---

(١) عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد عبد العزيز السهلاوي، أساسيات الإدارة المالية، القاهرة: الشامل للطباعة والنشر، ٢٠٠٩م، ص١٢.

(٢) الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net (٤/ ٣/ ٢٠١١) .

(٣) الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net (٤/ ٣/ ٢٠١١) .

كما يعتبر العائد مقياس واحد للنجاح، بحيث له المقدرة على المقارنة والحكم وذلك في تحديد النتيجة من بيان علاقة الربح والأصول المستخدمة[1].

أهداف العوائد:

أحد أهداف المحاسبة هو تحديد نتيجة أعمال الوحدة الاقتصادية من ربح أو خسارة وذلك بمقارنة الإيرادات بالنفقات والمصروفات والأعباء التي تحملتها الوحدة وذلك لأن العاملان الأساسيات في تحديد العائد هما الإيراد والمصروف لابد من أخذهما في الاعتبار عند تحديده[2].

وتتمثل أهدافه في الآتي:

أولاً: قياس أداء الإدارة فمقياس العائد يعتبر أداة مقبولة ومتزايدة الاستخدام وذلك لأن هدف العائد على الاستثمار يعترف بقيمة رأس المال لأصحاب المشروع واستخدامه بفائدة في نواحي أنشطة مختلفة ولأن رأس المال قلما يكون متاحاً للمشروع بكميات غير محدودة، وأيضاً لأنه يحدد ربحاً على الاستخدام الاقتصادي لرأس المال في المشروع، كما أن استخدام العائد كمقياس للأداء يشير إلي طرق فسيحة لتحسين الأداء ولأن فكرة العائد على الاستثمار تتمتع بدرجة كبيرة من الفعالية الإدارية لوضوحها ويمكن تطبيقها في جميع عمليات وأقسام الإدارة الداخلية بالمشروع.

ثانياً: تحقيق أكبر قدر من الأرباح إلي رأس المال وذلك لاستبعاد التوسع غير السليم من جانب المديرين وذلك عندما يتأكد المديرين أنه يتوقع معدل معين من كل توسع لذلك يكونون أكثر حذراً.

ثالثاً: يعتبر العائد أداة للرقابة وأداة أيضاً للتخطيط لذلك يهدف من استخدامه إلي التوصل لقرار سليم عند اتخاذ بخصوص التوسع في الأصول وتحديد معدل عائد مناسبة لها[3].

---

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل الإدارة مدخل حديث، القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٧١م، ص ص٥١-٥٢.

(٢) عبد الفاتح الصحن، عمر حنين، دراسات في المحاسبة المالية، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ١٩٨١م، ص٢٢.

(٣) شوقي حسين عبد الله، التمويل الإدارة مدخل حديث، مرجع سابق، ص ص٤٢-٤٤.

رابعاً: الزيادة في تحقيق الأرباح بهدف إظهار كفاءات الإنتاجية.

خامساً: يهدف أيضاً إلي تحديد السوق الذي تعمل فيه المنشأة من مجموعة أسواق وذلك لأن العمل في سوق احتكاري يحقق ربح أكبر من العمل في سوق المنافسة بعد دراسة وافية لمجموعة الأسواق.

سادساً: المحافظة على استقرار الإنتاج إذا كان هدف الإنتاج هو الهدف الرئيسي الذي تقوم عليه المنشآت.

سابعاً: المحافظة على التعهدات التي التزمت بها الشركة على الغير وقضاء التزاماتها الواجبة عليها.

ثامناً: يعمل العائد على استمرارية الشركة في القيام بأعمالها وهذا من شأنه أن يوسع من أعمال الشركة ويؤدي ذلك إلي توفير أكبر لفرص العمل وتقليص معدلات البطالة وخاصة في منشآت القطاع العام.

تاسعاً: رفع معدلات نمو المبيعات والأصول والقيمة المضافة للشركة في المدى الطويل والمحافظة على نصيب الشركة النسبي في السوق وزيادة قدرتها على تحقيق الأرباح في الأجل الطويل وبالتالي زيادة مقدرتها الاحتكارية في السوق وزيادة مقدرتها على رفع الأسعار دون أن يؤثر ذلك على حجم المبيعات، وبالتالي يؤدي ذلك لزيادة الاستقرار في عوائد المنشآت وزيادة تنويع أنشطتها.

عاشراً: ضمان تعظيم الربح الاجتماعي وتدنى التكلفة الاجتماعية للمشروعات [1].

المخاطر:

تعريفات المخاطر:

وردت عدة تعريفات للمخاطر وسنتناول أهمها فيما يلي:

تعرف المخاطر على أساس أنها (حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها)[2] وهذا التعريف على الرغم من أنه يعطي أوضح عدم التأكد عند الفرد أساساً لتحديد الخطر إلا أنه يشترط ضرورة قياس هذه الحالة والتي ليس في جميع

(١) الموقع الالكتروني: www.palstar.net، ٢٠١١/٣/٤) .

(٢) مختار محمود الهانسين، إبراهيم عبد الغني حمودة، مبادئ الخطر والتأمين، القاهرة: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠١م، ص١٠.

الحالات يمكن ذلك لأن المتغيرات المحددة كحالة عدم التأكد تحكمها في كثير من الأحيان أمور معنوية.

كما تعرف المخاطر بأنها (حالة أو وضع يكون فيه احتمال الخسارة وكلما كانت الخسارة المحتملة حدوثها كبيرة الحجم كلما زاد عنصر المخاطرة) [١].

وتعتبر المخاطرة إحصائياً (احتمال حدوث خطأ ما ويقاس بمقدار الانحراف عن المعدل أو الفائدة ويعرف بأنه حالة عدم التأكد بحصول الربح أو الخسارة) [٢].

كما تعرف أيضاً بأنها (احتمال حدوث نتائج غير مرضية إلا أن المخاطر لها معاني كثيرة تختلف باختلاف مجال التطبيق) [٣].

وتعرف المخاطر بأنها (الشك الموضوعي فيما يتعلق بنتيجة موقف معين أي أن الخطر حالة من عدم التأكد) [٤].

وهو نفس التعريف الذي أشار إليه البروفيسور الاقتصادي المعروف ناين Khight وهو أن الخطر (حالة عدم التأكد الممكن قياسها تعريفه فإنه يوجد فرق بين عدم التأكد والخطر) [٥].

تحدث المخاطر عندما يكون هناك احتمال حدوث لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة.

تعرف المخاطر بأنها (حالة تهدر الأشياء وإذا حدثت تؤدي إلي خسارة، هذا المفهوم العام أما في مجال العمل المصرفي تعرف على أنها احتمال تتمكن من تحقيق الأهداف الخاصة بالبنك من خلال الموارد المتاحة، ومعظم المخاطر

---

(١) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، الخرطوم: مطابع السودان للعملة المحدودة، ٢٠٠٦م، ص٤٧.

(٢) مختار محمود الهناسين، وإبراهيم عبد الغني حمودة، مرجع سابق، ص٤٧.

(٣) فرد ويستون برجام، التمويل والإدارة، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، الرياض: دار المريخ، د ت، ص٣٥.

(٤) محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مبادئ الخطر والتامين، القاهرة: دار الكتب الأكاديمية لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م، ص١٢.

(٥) محمد توفيق البلقيني وجمال عبد الباقي واصف، مرجع سابق، ص١٢.

يغلب عليها الطابع النوعي مما يجعل أثرها قابل للقياس مما يستدعي تحويله إلي كمي قابل للقياس) [1] .

وببساطة شديدة يمكن تعريف المخاطر (Risk) على أنها إمكانية أو احتمال حدوث خسارة (Chance of Loss) وكلما كانت هناك إمكانية للخسارة كلما وصفت الأصول أنها أصول تتضمن على مستوى أعلى من المخاطرة. وبطريقة أكثر تحديداً فإن مفهوم المخاطرة يمكن استخدامه بطريقة متبادلة مع مفهوم عدم التأكد وكلا المفهومين يشير إلي التغيير أو الاختلاف العائد الذي مكن أن يحققه أي أصل [2] .

نذكر تعريف آخر للمخاطرة وهو (الخسائر والأضرار التي تصيب المستثمر نتيجة عدم التأكد والتنبؤ بعوائد الأداء الاستثمارية كالأسهم العادية مثلاً) [3] . والتي يختلف مردودها من عام لآخر تبعاً لعدة ظروف ناهيك عن تحمل الأسهم خسائر في كثير من الأحيان في الوقت الذي تعتبر فيه السندات والأسهم الممتازة خالية من المخاطر إلي حد كبير كونها تحمل عوائد ثابتة رغم تأثيرها بمعدلات التضخم.

يرى الباحثون أن أشمل وأفضل تعريف من التعريفات السابقة هو التعريف الثامن وذلك لأنه شمل على أن المخاطر هي الخطر وهي أيضاً عدم التأكد المتعلقة بالعائد على الإدارة الاستثمارية.

ومن خلال التعريفات السابقة يرى الباحثون أن المخاطر هي احتمال وقوع خسارة والتي قد تكون بدرجات مختلفة حسب طبيعة كل نوع من الاستثمار.

تصنيفات المخاطر وأنواعها:

بأن مفهوم المخاطر مرتبطاً بحالة عدم التأكد والتنبؤ الدقيق بما يستجد من أحداث وتطورات مستقبلية على ضوء المتغيرات وعدم دقة البيانات والمعلومات الإحصائية المتاحة ولذلك ارتباط مفهوم الاستثمار والعائد بالمخاطر

---

(١) عثمان با بكر، العناصر الأساسية لنظم إدارة المخاطر، الخرطوم: المعهد العالي للدراسات المصرفية، ٢٠٠٢م، ص١٠

(٢) عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، أساسيات الإدارة المالية، ج١، القاهرة: د ن، د ت، ص١٣٥.

(٣) ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط١، عمان، دار وائل للطباعة والنشر، ١٩٩٩م، ص٣١٦.

بشقيها النظامية وغير النظامية أي المنتظمة والغير المنتظمة على حد سواء وذلك تبعاً للتصنيف التالية:

أولاً: المخاطر المنتظمة:

ويعتبرها بعض المحللين مخاطر كلية لكونها تنشأ عن البيئة والمحيط وتتعلق بالنظم المالي العام، وليس المشروع الاستثماري بحد ذاته دور رئيسي فيها، فهي تؤثر على المستثمرين كافة دونما استثناء والتنوع الاستثماري حيالها ليس حلاً جذرياً وإنما يخفف من حدتها بقياسها ببعض المعاملات والمعايير.

وتعد التغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية مسببات لهذه المخاطرة المنتظمة ويكون دورها بأحداث تحرك في أسعار معظم الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويكون هذا التحرك بالاتجاه نفسه لذلك تكون مبيعات، الشركات ذات مستوى المخاطرة المنتظمة المرتفع وأرباحها وأسعارها مرتبطة ارتباطاً كبيراً مع تحركات السوق(1).

وتتمثل في الآتي:

١/ مخاطر أسعار الفائدة:

لتقلبات أسعار الفائدة أثرها على أرباح المستثمر، فلو فرضنا أن شخصاً وظف أمواله في مشروع استثماري وبعد فترة معينة ارتفعت أسعار الفائدة، فإن ذلك سوف يؤثر سلباً على حجم العائد. ومن هنا فكثرة التذبذب في أسعار الفائدة يعمل على زيادة الفجوة والفرق في العوائد التي سيحققها المستثمر بين انخفاض وارتفاع لسعر الفائدة، مما ينصح بثبات سعر الفائدة أو عدم تذبذبها بشكل كبير حتى يستثمر وضع المستثمر أي أنها مخاطر تعترض الموقف المالي للصرف لمتغيرات في أسعار الفائدة.

ونلاحظ أنه كلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما اتجه أو توجه المستثمرين نحو الودائع والحسابات البنكية نظراً لضمان الفائدة دون مخاطرة مما

---

(١) حسين علي خربوش وعب المعطي رضا الرشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، دار زهران للنشر، ١٩٩٩م، ص ص٣١٦-٣١٧.

يسبب خسارة في تعاملات الأوراق المالية وهذه الخسارة هي مقدار المخاطرة، ذلك الأمر الذي ارتفعت أسعار الفائدة على السندات سيتوجه المستثمرين للتعامل بها على حساب الأسهم مما يعظم مخاطرة الأسهم بانخفاض أسعارها في السوق نظراً للإقبال على التعامل بالسندات[1].

٢/ مخاطر السوق:

إن تعرض السوق للهزات والانهيارات المفاجئة وتقلب أسعاره فجأة بالانخفاض سيؤثر على المتعاملين نتيجة عمليات المضاربة التي تعمل على عدم الاستقرار وتؤثر على أحجام التداول تبعاً لسلوكيات المستثمرين التي ستعكس على السوق، فمخاطر السوق العامة تكون في الأسعار وفي السياسات على المستوى الاقتصادي ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول أو أدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها.

تعكس مخاطر السوق إدراك المستثمرين واستيعابهم لمعلومات معينة قد تكون خاصة بحوادث ملموسة، كتوقع انخفاض الأرباح للشركات أو توقع انخفاض سعر العملة أو توقع حدوث كساد، بالمقابل تتعلق الحوادث غير الملموسة بسيكولوجية التي تتعلق بردود الفعل غير المبنية على أساس منطقي من طرق المستثمرين، أو أحياناً ردود الفعل المبالغ فيها لحوادث معينة[2].

٣/ مخاطر التضخم والائتمان:

إن التضخم وما يعنيه من انخفاض للقوة الشرائية للنقود سيؤدي إلي انخفاض القيم الحقيقية للموجودات والأصول الاستثمارية، الأمر الذي يؤدي إلي مأزق مالي وربما عسر مالي كذلك لصاحب المشروع جراء عدم تمكنه من سداد ما عليه من التزامات مالية نتيجة الاقتراض والتسهيلات الائتمانية الممنوحة، نظراً لتغير القوة الشرائية للنقود، لأن كل ارتفاع في معدلات التضخم يعني انخفاض في القوة الشرائية مما يدفع المستثمرين للتنازل عن

(١) مروان شموط وكنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، ٢٠٠٨م، ص٣١٨.

(٢) طارق خان وحبيب أحمد، إدارة المخاطر لتحليل، د ن، ٢٠٠٣م، ص ص٢٦-٢٧.

أسهمهم وسنداتهم خوفاً من انخفاض أكبر قد يتحقق يكبده خسائر أكبر هي المخاطرة المتوقعة [1].

٤/ مخاطر السيولة:

تنشأ هذه المخاطرة من عدم كفاية السيولة لمتطلبات التشغيل العادية وتقليل مقدرة المصرف على الإيفاء بالتزاماته التي حانت آجالها.

ومن ذلك السرد السابق، نصل إلي أن المخاطر المنتظمة تتسم الخصائص التالية:

أ. تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.

ب. تؤثر في جميع الشركات لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية.

ج. لا يمكن تجنبها بالتنويع.

د. يمكن قياسها بمعامل بيتا [2] Beta Coefficient

ثانياً: المخاطر غير المنتظمة:

هي المخاطر التي تنشأ ن طبيعة ونوع الاستثمار وليس من طبيعة النظام المالي العام مما يجعلها خاصة بالمشروع وتأتي نتيجة بعض التعاملات الاستثمارية فتؤثر على مستثمر معين أو مشروع محدد دون غيره، ولذلك يمكن تجنب هذه المخاطر وتفاديها من خلال التنوع الاستثماري وحسابها بالانحراف المعياري.

وذلك فإذا كانت المخاطر المنتظمة مخاطر عامة فإن المخاطر الغير منتظمة مخاطر خاصة تختص باستثمار معين دون غيره فتؤثر على سعر سهم المشروع، ومن هنا يجب تنويع الاستثمارات وإدارة قدر كبير من المخاطر غير المنتظمة والتي تتمثل أساساً في:

١/ مخاطر النشاط الصناعي:

قد يتعرض نوع من الصناعة لمخاطر تنعكس على المتعاملين فيه من خلال الأسهم الخاصة بذلك المشروع الصناعي، ومثال لذلك التطور العلمي وظهور

---

(١) مروان شموط وكنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص٣١١.

(٢) حسين علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، مرجع سابق، ص٤٥.

أنواع منافسة والمعدات المستعملة مما يؤثر على المشروع وإنتاجيته بالمقارنة مع غيره من المشاريع في ذات المجال [1].

٢/ مخاطر قانونية واجتماعية:

كثيراً ما تلجأ بعض الدول لعملية التأميم فتقوم بتأميم بعض المشاريع مما يؤثر على مصلحة المستثمرين، ناهيك عن بعض العادات الاجتماعية والقوانين السائدة في كثير من الدول كطبيعة الاستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دور كبير كذلك.

٣/ مخاطر إدارة ومالية:

غالباً ما تكون نتيجة سوء التخطيط والتنبؤ لعدم كفاءة القائمين على إدارة المشروعات واتخاذ القرارات السليمة، فيؤثر ذلك سلباً على نسبة السيولة فتتضاءل مما لا يمكن الشركة من الالتزام بما عليها من واجبات.

يمكن تحديد مستوى المخاطرة المالية بالنظر مباشرة إلي هيكل رأس المال الذي يعني مباشرة إظهار مستويات الدين لدي الشركة ودرجة استخدامها للأموال المفترضة في عملياتها [2].

٤/ المخاطر التشغيلية:

هي مخاطر تشغيلية ناجمة عن البيئة التشغيلية للشركة وهي مخاطر ناتجة عن عوامل داخلية أو خارجية، ويمكن أن تعزى المخاطر التشغيلية لعوامل داخلية تنعكس في درجة الكفاءة التشغيلية للشركة في استخدام الموارد المتاحة، وهذه العوامل الداخلية تكون غالباً ضمن سيطرة الإدارة.

أما المخاطر التشغيلية الخارجية فهي تعزى في الغالب لعوامل خارجة عن سيطرة الإدارة وتمثل هذه العوامل غالباً بالأوضاع الاقتصادية العامة، لذلك نجد أن خصائص المخاطر غير المنتظمة:

- تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة ذاتها.
- تؤثر أن وجدت على المنشأة المعينة.

---

(١) ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط١، عمان، دار وائل لنشر، ١٩٩٩م، ص٣٢٠.

(٢) طارق خان وحبيب أحمد، مرجع سابق، ص٤٧.

- يمكن تجنبها بالتنويع وتخفيضها إلي الصفر تقريباً.
- مقياسها المطلب التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف [1].

ثالثاً: المخاطر المختلطة:

هي التي تجمع بين مظاهر وأسس المخاطر المنتظمة والغير منتظمة وتتكون من:

١/ **مخاطر الدفع التشغيلي:** وهي مدي استخدام التكاليف الثابتة كالاستهلاكات ومرتبات الإدارة وغيرها في عمليات الشركة.

٢/ **مخاطر الدفع المالي:** وهي مدي نسبة التكاليف الثابتة كفوائد الديون إلي التكاليف الكلية فإذا كانت درجة الدفع المالي في شركة ما مرتفعة فأن أي انخفاض بسيط في إيرادات الشركة يؤدي إلي انخفاض أكبر في صافي أرباحها [2].

أهمية إدارة المخاطر:

إن إدارة المخاطر باتت من أهم الموضوعات الساخنة بالنسبة للشركات التي فرضت الأزمة المالية العالمية وجودها علي جدول أعمال الشركات، والمخاطر قد تكون دورية أحياناً نتيجة تبني سياسات وإستراتيجيات تعتمد علي معدلات عالية من المخاطر.

إن إدارة المخاطر لم تعد تقتصر علي جدول أعمال الشركات فقط بل باتت سنداً أساسياً في تقييمات شركات التصنيف العالمية التي تعتمد بشكل أكبر في تصنيفاتها على إدارة المخاطر وتعتبرها متطلبات أساسية ينبغي تحقيقها، وإن غياب المخاطر في الفترة السابقة عن الشركات دفع أكبر ألف شركة عالمية إلي خسارة ٢٠٪ من قيمة أسهمها خلال الأزمة الأخيرة، لذلك على الشركات الاستعداد للمخاطر الداخلية التي قد تواجه أي شركة إضافة إلي المخاطر الخارجية التي يكون لها تأثير أكبر في أغلب الأحيان [3].

---

(١) حسين علي خربوش، عبد المعطي رضا الرشيد، مرجع سابق، ص ص٥٠-٥١.
(٢) ناظم محمد نودي، مرجع سابق، ص٣٢١.
(٣) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٧م، ص٣٣٧.

والمخاطر ليس دائماً سيئة بل كثير من الأحيان تتحقق عوائد مرتفعة للشركات لكن يجب النظر إليها على أنها شيء يمكن التعامل معه وحماية الشركات منه وأنه من المهم جداً أن تراعى الشركات مسألة القدرة على الانتفاع من الفرص والاستعداد على تحمل خسائرها [1].

جاءت أهمية إدارة المخاطر من أن النشاطات الأعمال دائماً ما تتعرض للمخاطر لذلك فإن اختيار المحفظة ما هو إلا لتعظيم العائد المتوقع الكبير (يقاس بالوسط الحسابي) فقط بالدخول في مزيد من المخاطر وعلى ذلك فإن المعضلة التي تواجه المستثمرين هي إيجاد التوليفة المثلى من المخاطر والعائد.

كما يمكن تخفيض أثر المكون الخاص للمخاطر من خلال تنويع محفظة الأصول، بينما يتحمل المستثمر العنصر العام في المخاطر ولكن يواجه منهج (Markowitz) مشكلات عملية في حالة استثمار المحفظة الاستثمارية على أصول كثيرة [2].

كما أن العنصر المهم في إدارة المخاطر هو فهم المفاضلة بين المخاطر والعائد لأن العائد يزداد مع ازدياد المخاطر، طالما أن الهدف من المؤسسات المالية هو زيادة صافي العائد من أسهم المساهمين، فإن إدارة المخاطر المرتبطة بتعظيم العائد هي الوظائف المهمة لهذه المؤسسات وتقوم بهذا الدور من خلال التنويع الكفء للمخاطر الخاصة واختزال وتحويل المخاطر العامة.

وتتمثل أهمية المخاطر في تحديد مدى استعداد الشركة للتعامل مع المخاطر خصوصاً في مدى جودة تقييم المخاطر لأن نفع لها أن لم تكن على دراية بكيفية التعامل، كما على الشركات أن تحدد حدود المخاطر في إستراتيجية عملها والتي تكون مؤهلة من حيث الإمكانيات والموجودات للتعامل معها أو لتحمل الخسائر التي قد تنتج عنها وإن إدارة المخاطرة عبارة عن عمل جماعي يشترك فيه العاملون كلهم في الشركة ويجب أن لا يتم حصره في شخص معين [3].

---

(١) الموقع الالكتروني: www.islamfin.go.forum.net.

(٢) الموقع الالكتروني www.kuwait5020.amedia.gov.kw.

(٣) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، القاهرة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٧م، ص٦٠.

أهداف إدارة المخاطر:

لا يكفي الحديث عن هدف واحد لإدارة المخاطر مثلما لا يكفي أيضاً الحديث عن هدف واحد لمنشأة الأعمال أو أي منظمة أخرى ويكون لمعظم المنظمات بالطبع أهداف متعددة أيضاً ويكون لمعظم الوظائف داخل المنظمة أهداف متعددة، وقد يكون للمنظمة أو قسم بها رسالة واحدة مسيطرة، إلا أن الأهداف الأخرى سوف تتطلب التعرف عليها، فإن إدارة الإنتاج على سبيل المثال قد تكون مسئولة عن إنتاج السلع بتكلفة معينة، ووظيفة إدارة المخاطر لا تختلف عن ذلك ومن بين أهداف متعددة فيما يلي أكثر شيوعاً:

١. ضمان كفاية الموارد عقب حدوث الخسارة.
٢. تقليل تكلفة التعامل مع المخاطر البحتة إلي أدنى د.
٣. حماية الموظفين من الإصابات الخطيرة والوفاة.
٤. أداء الالتزامات القانونية والتعاقدية [١].

وعندما يكون لمنظمة أهداف متعددة، أحياناً تتناقص وتتعارض الأهداف مع بعضها وفي ظل هذه الظروف يجب اتخاذ قرار لتحديد من تكون له الأولوية والأسبقية، ولذلك لا يكفي التعرف فقط على أهداف إدارة المخاطر، بل يجب أيضاً التعرف على الهدف الذي يسمو على الأهداف الأخرى.... الهدف الذي يمثل (مجال النتائج الرئيسية) بالنسبة لمدير المخاطر الرئيسي الذي يبرر وجود وظيفة إدارة المخاطر والتعرف على مجال نتائج المخاطر يجب أن نسأل ما الذي تأمل المنظمة في تحقيقه من خلال جهود مدير المخاطر لماذا تنخرط المنظمات في أنشطة إدارة المخاطر؟ [٢].

طرق قياس المخاطر:

تقاس مخاطر الاقتراح الاستثماري أي مدى تقلب تدفقاته النقدية بطريقتين الأولى بيانية والأخرى كمية.

---

(١) عبد العال حماد، مرجع سابق، ص٥٠.

(٢) محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مرجع سابق، ص٦٩.

أولاً: الأسلوب البياني لقياس المخاطر:

من الممكن وضع البيانات في صورة رسم بياني باستخدام الأعمدة، حيث يمثل المحور الرأسي احتمالات حدوث الظروف الاقتصادية، بينما يمثل المحور الأفقي التدفقات النقدية في ظل كل احتمال.

كقاعدة عامة تزداد المخاطر كلما زادت درجة تشتت (تقلب) التدفقات النقدية المصاحبة للتغيرات في ظروف الاقتصادية، يطلق على التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المشار إليها بالتوزيع الاحتمالي المنفصل حيث فصل ثلاثة احتمالات من بين عدد لا نهائي من الاحتمالات وقمنا بتمثيلها بيانياً.

وكقاعدة عامة تزداد المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار كلما زاد تشتت النقط الممثلة علي المنحنى، أي كلما اتسع منحنى التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية كلما كانت درجة تشتت المنحنى المثل للتدفقات النقدية للاقتراح أقل من درجة تشتت التدفق النقدي لباقي الاقتراحات (1).

ثانياً: الأسلوب الكمي لقياس المخاطر:

يعطي أسلوب الرسم البيانات فكرة عن حجم المخاطر التي ينطوي عليها التدفق النقدي للاقتراح الاستثماري، غير أنه يفشل في تزويدنا بقياس دقيق لحجم هذه المخاطر، لذا المقترح استخدم أسلوب كمي حتى نتمكن من إجراء قياس دقيق لحجم المخاطر التي ينطوي عليها كل اقتراح (2).

يمكن أن نميز في هذا الصدد الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر الكلية (المخاطر العامة والمخاطر الخاصة والمخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة) وبين الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر المنتظمة فقط.

أساليب قياس المخاطر الكلية:

المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أهم الأدوات التي تقيس المخاطر الكلية وفيما يلي عرض مختصر لكل منها.

---

(1) هشام جبر، إدارة المصارف، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٨م، ص٢٣.

(2) زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، عمان: دار الصفاء للنشر، ١٩٩٨م، ص٤٠٠.

أ/ المدى:

يعتبر المدى Range أبسط مقياس كمي لقياس التشتت (المخاطر) وهو يمثل الفرق بين القيمة الكبرى وبين القيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة، فكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين، كلما كان ذلك إشارة إلي زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي[١].

ب/ الانحراف المعياري:

لا يعتبر المدى مقياس دقيق للمخاطر، إذا أنه لا يستخدم جميع المستويات المتاحة عن التدفق النقدي، بل يركز فقط على قيمتين فقط هما القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية ويتجاهل ما عدا ذلك.

لذا من المقترح استخدام أسلوب كمي بديل لتلافي هذه العيوب وهو الانحراف المعياري، ويأخذ الانحراف المعياري في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال حدوثها ويقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدي ة عن القيمة المتوقعة للتدفقات.

يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي على مربعات انحراف القيم[٢].

كيفية إيجاد الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{\text{مجـ}_{\text{س}=1}^{\text{ن}} \frac{(\text{ق}_{\text{س}} - \bar{\text{ق}})^2}{\text{ن}}}$$

حيث (σ) تمثل الانحراف المعياري، ($\bar{\text{ق}}$) تمثل المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية، أما ($\text{ق}_{\text{س}}$) فتمثل التدفق النقدي خلال الفترة س، وعلى هذا الأساس فكلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه انخفاض درجة خطورة المشروع والعكس صحيح.

---

(١) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م، ص٤١١.

(٢) هشام جبر، مرجع سابق، ص ص٣٠-٣١.

ولكن هل يعتبر الانحراف المعياري للتدفقات النقدية مقياساً ملائماً لمخاطر في كل الظروف؟ إن استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً في حالة واحدة، وهي عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاقتراحات المعروضة متساوية، أما عندما تختلف القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، فإنه يكون من الصعب في بعض الأحيان الادعاء بأن الاقتراح الذي يتميز بصغير حجم انحرافه المعياري بالمقارنة مع اقتراحات أخرى هو أقلها تعرضاً للمخاطر[1].

ج/ معامل الاختلاف:

إن معامل الاختلاف يزودنا بحجم المخاطر لكل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، ولذا فإنه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح، عند تقدير حجم المخاطر التي تنطوي على كل منهم[2].

يتم حساب معامل الاختلاف ويرمز له بالرمز (ف) عن طريق قسمة الانحراف المعياري (σ) على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية[3] : ف = $\frac{\sigma}{ر}$

ويفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطى فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة، نلاحظ أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، وبالإضافة إلي ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين (مجموعة استثمار) تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة[4].

هناك حالتان لقياس المخاطر الأولى حالة التأكد من النتائج أو المعلومات أما الثانية فهي حالة عدم التأكد من النتائج.

---

(١) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الإسكندرية: الدار الجامعية الإبراهيمية، ١٩٩٩م، ص٢٤١.

(٢) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص٤١٢.

(٣) الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.

(٤) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سابق، ص٢٤٢.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد "المعلومات التاريخية":

إن الماطر في هذه الحالة تنشأ في عدم تجانس النتائج (العوائد) لذلك فهي تقاس بمقاييس التشتت، قد تثبت أن التباين هو أفضل المقاييس في هذه الحالة إذا كانت المتوسطات الحسابية لعوائد المشروعات المراد المفاضلة بينها متساوية، أما إذا كانت غير متساوية فالأفضل الاعتماد على معامل الاختلاف وهو مقياس للتباين النسبي لأن الاعتماد عليه يساعد في التغلب على صعوبة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد من المعلومات:

نعني بما قياس المخاطر المستقبلية في هذه الحالة يختلف الوضع لو كانت الحالات المستقبلية غير متوقعة أي أنها غير معروفة بالضبط ولكن احتمال حدوثها معروف أو يمكن تقدير احتمال حدوثها في المستقبل أو بناء على تجربة المؤسسة في الماضي. وعندما يتم استخراج القيمة المتوقعة لحدوث هذه الحالات واستعمال هذه القيم بدلاً من المتوسط الحسابي في معادلات التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف أي أن المخاطر في هذه الحالة تتألف من عدم التأكد من حصول وتجانس العوائد [1].

علاقة العائد والمخاطر بالاستثمار والتمويل:

عندما يقوم أي شخص رشيد بصرف نق إنفاق يكون السؤال لديه دائم هل المكاسب من هذا الإنفاق تستحق؟

إن القرار يحوي مقارنة بين المكاسب والمنافع أو العائد Benefits المتوقع وبين التكاليف Costs المرتبطة بهذا الإنفاق أو المغامرة وبالتالي يتطلب الأمر حساب المنافع التي يمكن أن تتحقق بالدخول في المشروع المعين مقارنة مع قيم مختلف البدائل الأخرى التي كان من الممكن شراؤه بنفس المبلغ من النقود " وبنفس المجهود والوقت ".

هذا إذ كان قرار الإنفاق على مستوى الفرد قرار بسيط سهل فإن قرار الاستثمار أصعب من قرار الإنفاق الجاري. فالمنافع أو العوائد المتوقعة ليس من

---

(١) الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.

السهل تقييمه لأنه تقع في المستقبل وعلى فترات، وهناك غموض حولها. ويكون السؤال أيضا عن كيف يمكن حساب صافي العائد من مشروع استثماري يتطلب إنفاق على مدى عدد من السنين ويتوقع منه مكاسب على مدى عدد من السنين المقبلة [1].

يعتبر تحديد مدى المخاطر التي ترغب تحملها أحد المسائل الهامة التي ستواجهها كمستثمر. والمقصود بقدرتك على تحمل المخاطر هو مدى الخسائر التي يمكنك تحملها بدون التخلص من الاستثمار. وهناك ارتباط وثيق بين المخاطر والعوائد؛ فكلما ارتفعت مخاطر الاستثمار ارتفعت العوائد المحتملة وعندها تصبح مناسبة أكثر كاستثمارات طويلة الأجل [2].

نظرية تكوين المحفظة الاستثمارية هو في الواقع الخيار بين تعظيم العائد وفي نفس الوقت تخفيض المخاطرة. ومن جهة أخرى فقد أصبح معامل الارتباط بين الأدوات الاستثمارية (صيغ الاستثمار) عنصراً مؤثراً في تكوين المحفظة لا يقل في أهميته عن الأصول المستثمرة فيها، وتكتسب كل أداة أهميتها من مقدار ما تسهم به في العائد الكلي للمحفظة.

وعندما تكون فرص الاستثمار عالية المخاطر فإن ذلك لا يعني عدم إقبال الناس عليها إذا أمكن قياسها وقابلها عوائد مجزية بالقدر الذي يرون إنه ملائم لمستوى تلك المخاطر. لكن الناس لا يقبلون على فرص استثمارية يكتنف قياس المخاطرة فيها الغموض وعدم الوضوح فلا يعرف هل هي عالية أم متدنية المخاطرة. هذا الغموض نفسه يضحى مخاطرة ومن ثم فإن كل استثمار لا يكون قياس المخاطرة فيه واضحاً يعد ذا مخاطرة عالية [3].

وتنشأ المبادلة بين المخاطر والعوائد من نقاط أساسية أهمها:

- إن المستثمرين متأهلين للمخاطر المتوقعة
- درجة الخوف تختلف من مستثمر لآخر
- مجمل المشاريع المتاحة لها عوائد ومخاطر

(١) الموقع الالكتروني: www.caamsf.com
(٢) الموقع الالكتروني السابق.
(٣) الموقع الالكتروني: www.eaamsf.com

- بحث مستمر عن الفرصة الاستثمارية التي تحقق له أقصى عائد ممكن موازاة مع الخطر الضئيل الذي تحمله[1] .

إن المبادلة بين المخاطرة والعوائد هي أحدى الأسس أو المبادئ التي يسترشد بها المدير في الاختيار بين البدائل في القرارات الاستثمارية التي تتعلق بشراء أصول وعلى المدير المالي أن يختار من الأصول، الأصول التي تبرز عائدها ومخاطر شراؤها وبالمثال يختار من مصادر لتمويل المصدر الذي يبرز عائده المخاطر المرتبطة به وذلك يتحقق هدف المشروع[2] .

العائد والمخاطرة هما صفتان متلازمتان لأي استثمار لأن القرارات المالية الاستثمارية تخذ اليوم ولا تظهر نتائجها إلا في المستقبل لكن المستقبل مجهودها ونتائج القرار غير مؤكدة، وبالتالي يواجه متخذ القرار ببدائل تتضمن مبادلة بين عائد مرتفع ومخاطر مرتفعة وعائد أقل ومخاطر أقل.

إن هاتين السمتين متناقضتين إلا أنهما حقيقيتان ثابتان في عالم الاستثمار والتمويل وحيث أنه لا توجد عوائد مجزية إلا مع وجود احتمالية معقولة ومقبولة من المخاطر، وتدل الدراسات العلمية والتجارب الحية أن المستثمرين يطلبون علاقة طردية بين معدل العائد ودرجة المخاطرة.

فلما ارتفعت درجة مخاطر الاستثمارية كلما ارتفعت عائده لذلك يرضى المستثمرين ولكن ليس بنفس الدرجة لن المبادئ الاستثمارية الشائعة الاستخدام في القرارات المالية تفترض تفضيل المستثمر والممول للعوائد الأعلى على العائد الأقل مع ثبات العوامل الأخرى وتفضيل المستثمر والممول للمخاطرة الصغر على الأكبر[3] .

وإذا كنا نميل إلي مخاطر قليلة فيمكننا استثمار أموالنا في أوراق مالية حكومية أو كوديعة في مؤسسة مالية وبالنتيجة تحصل على دخل قليل وكلن ثابت وشبه مؤكد وفي معظم الحالات لن تخسر رأسمالنا.

---

(١) الموقع الالكتروني السابق.

(٢) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٨م، ص٤٩.

(٣) المرجع السابق، ص٦٧.

وإذا كنا على استعداد بقبول مخاطر أعلى من المستوى الأول، فإننا نبحث عن عائد أعلى مما حصلت عليه في المستوى الأول، فقد يكون هدفنا دخلاً جارياً متزايداً ففي هذه الحالة قد نستثمر أموالنا في الشركات التي لها تاريخ طويل في توزيع الأرباح مثل الشركات المنافع العامة، الشركات الكبيرة، شركات إنتاج المواد التموينية أو توزيعها، وشركات الشحن وهذه الشركات تعطي أماناً ضد فقدان المال المستثمر وهذه أرباحها الموزعة موازنة أو لكي تعادل التضخم(١).

وإذا كان غير مهتمين بتقلبات الأسعار في المدى القصير وفي توزيع الأرباح، وهدفنا هو ارتفاع الأسعار فعلينا بالاستثمار في الشركات التي تنمو فوق المعدل مثل شركات المشروعات الترويجية.

أما إذا كنا غير مهتمين بالأرباح الرأسمالية في فترة قصيرة في هذه الحالة علينا أن نداوم في السوق المالي ونكون ماهرين في توفير شراء الأسهم المرشحة للمضاربة ومثلها الشركات الناشئة في القطاعات الحديثة، حيث يرى المدير المالي بالضرورة المبادرة بين العائد والمخاطر فهو عندما يتخذ قراراً، غالباً ما يتطلب الاتفاق أو الاقتراض ويترتب عليه في الأيام اللاحقة مرفقات نقدية معاكسة الاتجاه أما أن قراءة يمكن وصفه بمجموعة من التدفقات الداخلة والخارجة(٢).

---

(١) سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٧م، ص٧٦.

(٢) المرجع السابق، ص٧٦.

الفصل السابع
مقدمات قرار الاستثمار

مفهوم وطبيعة القرارات الاستثمارية:

يغطي مفهوم الاستثمار عدد كبير من الأنشطة، وغالباً ما يشير هذا المفهوم إلي استثمار الأموال في شهادات الإيداع والسندات والأسهم وصناديق الاستثمار، كما قد يشير أيضا إلي الاستثمار في بعض الأوراق المالية التي تساعد المستثمر علي التحوط ضد مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية أسعار الأوراق المالية مثل اختيارات البيع والشراء Puts And Calls والعقود المستقبلية Fetcher وعقود المبادلة Swaps هذا بالإضافة إلي الاستثمار التقليدي في الأصول الحقيقية الملموسة Tangible Assets.

- يمكن أن يعرف الاستثمار إذا علي أنه استثمار للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنيه علي أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائداً في المستقبل. معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقيق عائد يساعد علي زيادة ثروة المستثمر[1].
- كما يستمد مفهوم الاستثمار أصولة من علم الاقتصاد وله صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية من أهمها: الدخل والاستهلاك والادخار والاقتراض.
- ويمكن تعريف الاستثمار بما يلي: "التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينه ولفترة معينه من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول علي تدفقات مستقبلية تعوضه عن:

١- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلي عنها في سبيل الحصول علي ذلك الأصل أو الأصول.

٢- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم.

---

(١) الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني)، د. محمد صالح الحناوي، ص٩، د. نهال فريد مصطفي، د. جلال إبراهيم العبد، الدار الجامعية، ٢٠٠٥/٢٠٠٤.

٣- المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها[(١)] .

- وعلي الرغم من أننا نفترض أن المستثمر يهتم فقط بالعائد المتوقع من الاستثمار إلا أن المستثمر يلجأ أيضاً للاستثمار من أجل حماية ثروته من مخاطر الضرائب والتضخم وغيرها من المخاطر وبالتالي فإنه من المفترض أن يعمل المستثمر علي إدارة واستغلال ثروته بأفضل طريقة ممكنه من خلال استثمار أمواله في أصول مختلفة وهو ما يسمى بالمحفظة الاستثمارية. وبناء عليه فإن الاستثمار يهتم بإدارة ثروة المستثمر التي تشمل كل من الدخل العالي بالإضافة إلي القيمة الحالية للدخل المتوقع في المستقبل [(٢)] .
- وفي حين أن الاستثمار قد يكون في أصول حقيقية أو في أصول مالية إلا من الاستثمار في الأصول المالية هو مصدر اهتمام هذا الفصل.
- والأصول المالية Financial Assets هي أوراق مالية تشير إلي حقوق حاملها تجاه مصدر هذه الأوراق المالية هي دليل الملكية للمستثمر، كما أنها تحدد حقوقه القانونية والتي قد تتمثل في حقوق ملكية شائعة في إجمالي أصول الجهة المصدرة للورقة المالية (كما في حالة الأسهم) أو حقوق دائنة (كما في حاله السندات) .
- وفي حين أن الاستثمار في الأصول الحقيقية الذي يتضمن أصولاً مادية ملموسة مثل الأراضي والمباني والمعدات هو الأكثر شيوعاً إلا أن أهمية الاستثمار الأصول المالية قد ازدادت في السنوات الأخيرة من القرن العشرين كنتيجة لنمو أسواق المال وتطور المؤسسات المالية لذلك كان التركيز في هذا الفصل علي الاستثمار في الأوراق المالية [(٣)].

---

(١) مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، د. زيادة رمضان، دار وائل للنشر والطباعة، ط٣، ٢٠٠٥، ص١٣.

(٢) الاستثمار في الأسهم والسندات، د.محمد صالح الحناوي، د.نهال فريد مصطفي، د.جلال إبراهيم العبد، الدار الجامعية، ٢٠٠٣/٢٠٠٤.

(٣) د. محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص٤.

- **مفهوم القرار الاستثماري والمبادئ التي يقوم عليها والتحليلات اللازمة له:**

– لا يخرج القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر من حيث كونه اختيار البدائل الملائم من بين البدائل المتاحة ولكي يتوصل المستثمر إلي اختيار البدائل الملائم فإن عليه أن:

١- يحصر البدائل المتاحة ويحددها.
٢- يحلل البدائل المتاحة أي أن يقوم بالتحليل الاستثماري.
٣- يوازن بين البدائل في ضوء نتائج التحليل.
٤- يختار البدائل الملائمة حسب المعايير والعوامل الداخلية التي تعبر عن رغباته.
٥- كما أن هناك مبادئ عامة يجب مراعاتها عند اتخاذ القرار الاستثماري.

- **تحليل الاستثمارات:**

– تتنوع مجالات تحليل الاستثمارات وتعدد ويمكن تقسيمها إلي مجموعات:

١- تحليل العوامل الداخلية وتعالج رغبات المستثمرين وميولهم.
٢- العوامل الخارجية وتمثل المحددات التي تؤثر علي مدى تحقيق المستثمرين لرغباتهم والتي يجب عليهم أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذهم للقرار الاستثماري:

– كما أن التحليل قد يكون جوهرياً أو أساسياً Fundamental Analysis ويتعين علي البدائل أو المشاريع الاستثمارية نفسها وعلي مجموعه العوامل الخاصة بكل بدائل التي يقوم المستثمر بتحليلها ليختار من هذه البدائل ما يلائمة كما قد يكون التحليل تحليلاً فنياً Technical Analysis وينصب علي أسعار أدوات الاستثمار وحركاتها والعوامل المؤثرة فيها... الخ.

والهدف من جميع هذه التحليلات هو المساعدة علي اختيار الاستثمار أو مجموعة الاستثمارات الملائمة التي تحقق أهداف المستثمر ورغباته.

وفيما يلي لمحة عن هذه التحليلات:

أ- تحليل العوامل الداخلية وتنوع سيول المستثمرين أفراداً ومؤسسات، كثيراً ويمكن وصفها بأنها عوامل داخلية، وتلعب رغبات المستثمر دوراً كبيراً في تحديد ماهيتها ومن الأمثلة عليها [1] :

١- تحقيق عوائد ملائمة.
٢- تحقيق دخل ثابت ومنتظم وملائم.
٣- ضمان سلامة رأس مال المستثمر.
٤- تحقيق مركز احتكاري في السوق.
٥- تخفيض حجم المخاطر عن طريق تنويع الاستثمارات.
٦- المحافظة علي القوة الشرائية للأموال المستثمرة عن طريق الدخول في عقود المستقبليات ذات الملاحق.
٧- تحقيق مستودع سيولة ملائم عن طريق الاستثمار في الأصول المالية شديدة السيولة بدلاً من تجميد الأموال.

ب- تحليل العوامل الخارجية:

تشكل هذه الأهداف والرغبات المذكورة ضمن نطاق المحددات التي تعرضها العوامل الخارجية ومن أمثلة العوامل الداخلية ما يلي:

١- المخاطرة ذات العلاقة بالأصل أو الأصول المراد استثمارها.
٢- التضخم وتأثيره علي القوى الشرائية للأموال المستثمرة.
٣- الضرائب علي الأرباح أو الرسوم الجمركية ووجود أو عدم وجود الإعفاءات الضريبية حسب قوانين تشجيع الاستثمار.
٤- الاستقرار الاجتماعي والأمني والسياسي وخاصة إذا كانت الاستثمارات للمدى المتوسط.
٥- الأعراف والقوانين والأنظمة.

- **التحليل الجوهري أو الأساسي: Fundamental Analysis**

- كما أن هناك مجموعة من العوامل التي يقوم المستثمر بتحليلها بالنسبة لكل بديل من بدائل الاستثمار أو المشروع ومن أهمها :

(١) زيادة رمضان، مرجع سابق، ص٢٥.

١- معدل العائد المتوقع من البدائل ومقارنته بالعائد المرغوب فيه.
٢- درجة المخاطرة التي يتصف بها كل بديل.
٣- اعتبارات السيولة من حيث:
أ- توفرها في البديل (قابلية البديل للتسويق) .
ب- توفرها للحصول علي البديل.
٤- تكاليف الفرصة البديلة المتاحة.

- يطلق علي هذا النوع من التحليل أسم التحليل الجوهري ويلاحظ أنه ينصب علي أداة الاستثمار نفسها أو علي الشركة أو المشروع.

- التحليل الفني Technical Analysis:

هو نوع آخر من التحليل يكمل التحليل الجوهري وينصب التحليل فيه علي أسعار الأسهم التي كانت سائدة في الماضي ويبحث عن إمكانية أن تكون هنالك علاقة بين الأسعار في الماضي والأسعار التي تسود في المستقبل[1] .

- **محلل الاستثمار المرخص char tent Financial Analysis:**

- هو شخص مؤهل لأن يقوم بجميع التحليلات الجوهرية والفنية بالإضافة إلي العوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر علي قرارات الاستثمار سواء بالأصول المالية أم بالأصول الحقيقية وسواء أكان الاستثمار بأصل واحد يفرده أو علي شكل محفظة استثمارية. ويشمل حقل الدراسة الذي تم تأهيل محلل الاستثمار المرخص فيه علي أمور متنوعة مع التركيز علي العلوم المالية والمعايير والأخلاقيات التي لها علاقة بالعمل الاستثماري.

- **المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار:**

ولكي يتمكن المستثمر من الاختيار من بين بدائل الاستثمار المتاحة في ضوء نتائج تحليلها من وجهة نظر العوامل المذكورة سابقاً.

لا بد له من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة للاستثمار ويتم بحثها تالياً وهي:

---

(١) زياد رمضان،(مرجع سابق) ، ص٢٨.

١- مبدأ الاختيار choice:

أن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة لما لدية من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما يعرض هذا المبدأ علي المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الماليين ممن لديهم مثل هذه الخبرة.

٢- مبدأ المقارنة Comparability:

أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الجوهري أو الأساسي كل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البدائل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة.

٣- مبدأ الملائمة Relevance:

يطبق المستثمر هذا المبدأ عملياً عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته وما يلاءم رغباته وميوله التي يحددها وفي الأساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرارهالاستثماري، والتي يكشفها التحليل الجوهري أو الأساسي وهي:

أ- معدل العائد علي الاستثمار [1].

ب- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار.

ت- مستوي السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار.

٤- مبدأ التنويع Diversification:

- يلجأ المستثمرون إلي تنويع استثماراتهم للحد من مخاطر الاستثمار.

- **محددات القرار الاستثماريDeterminants Of Investment Decision:**

١- التوقعات ودرجة المخاطرة Expectation And Ricks:

- التنبؤات والتوقعات سواء بالظروف الاقتصادية أو بالعوائد المتوقعة، لازدهار أو الانكماش من العوامل المؤثرة في تنفيذ الاستثمار وحجمه، لأن هذا الأمر يتعلق بمجموع المبالغ المستثمرة والعائد للمستثمرين وكذلك ما

(١) زيادة رمضان، مرجع سابق.

ستؤول إليه العملية الاستثمارية وبصورة عامة مجمل التقديرات والتوقعات وتأثيراتها علي تقديرات المستثمرين سواء كانت هذه التأثيرات مباشرة أو غير مباشرة.

فزيادة حجم الاستثمارات يعتد علي التوقعات بحلول حالة الانتعاش والتفاؤل بالظروف الاقتصادية، استقرار الأوضاع الاقتصادية والسياسية وازدياد حجم السوق، والعكس فإن التشاؤم والانكماش من حيث انحسار نطاق السوق أو أنشطته، عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والتقلبات السوقية فإنها عوامل لا تشجع علي زيادة حجم الاستثمار وتوسع مجالاته بل تقلصها. إن التوقعات المتشائمة ترادفها استبعاد لفرص الربحية والعوائد المتوقعة.

٢- التطور التقني Technology Development:

- يعتبر من العوائق المهمة في تنفيذ المشاريع الاستثمارية خصوصاً تلك الاستثمارات التي تتعلق بالمشاريع التقنية كالحاسوب والآلات المتقدمة إن التطورات التقنية في مجال اقتصادي معين من العوامل المهمة في خلق الفرص الاستثمارية في ذلك القطاع أو المجال. إن استخدام تقنية جديدة في الإنتاج قد يساعد في فتح أسواق جديدة وبالتالي توسيع حجم الاستثمارات وتعزيز قدرة المستثمرين في هذا المجال.

٣- طبيعة المناخ الاستثماري Nature Of Investment Climate:

- يعتبر حجم السوق من العوامل التي تؤثر في حجم قرارات الاستثمار، فاتساع رقعة السوق تسمح باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة والعمل علي زيادة كفاءة استخدام هذه الموارد وبالتالي تحقيق الوفورات الاقتصادية. إن اتساع حجم السوق يساهم في زيادة حجم الاستثمار وخلق فرص استثمارية متكاملة وجديدة أو مرتبطة مع بعضها. إن زيادة ربحية الاستثمارات القائمة قد يعمل علي خلق فرص استثمارية جديدة لأن ذلك بمثابة حافز في قرارات استخدام استثمارات جديدة ومثل هذه الأوضاع الاقتصادية تعني خلق مناخ أو بيئية استثمارية تسمح للاستثمار المشاركة في عملية التنمية الاقتصادية،

ومن جانبها فإن الدولة ستعتمد علي تعزيز هذا الاستقرار ودرجة كفاءتها في تسخير طاقاتها بما يعزز عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية وزيادة فاعلية الاستثمار [1].

٤- **الإجراءات القانونية Legal Procedures Conditions:**

- تعتبر التشريعات والتعليمات عاملاً يشجع أو يعوق العمليات الاستثمارية، وفي هذه التشريعات ما يخص الضرائب وتنظيم الميزانيات والتي تؤثر علي اتجاهات وطبيعة العوائد المتوقعة من الفرص الاستثمارية هذه وبغض النظر عن قرارات الاستثمار (المتعلقة بمشاريع جديدة) ومشاريع متممة من خلال إضافة طاقة إنتاجية لتحقيق التوازن في العملية الإنتاجية واستغلال موارد المنشأة أو مشاريع تتعلق بالأصول والتجديد، فإن درجة خطورتها تعتمد علي الظروف الاقتصادية والسياسية العامة للدولة، وفي حالتي الانتعاش والركود الاقتصادي فهناك عامل المخاطرة وهناك ضرورة التحقق من العوامل التي تؤثر في قرارات الإنفاق [2].

أهمية دراسة الاستثمار:

- ترجع أهمية دراسة الاستثمار إلي حاجة كل فرد إلي امتلاك الخبرة الكافية التي تمكنه من تحقيق عوائد بالمقارنة بمستوي المخاطر الذي يكون علي استعداد لتحمله وبالتالي فإن الإلمام بمبادئ الاستثمار وأسس إدارة المحافظ الاستثمارية يساعد علي إدارة الثروة.

- علي الجانب الآخر، تتيح دراسة الاستثمار فرصة اكتساب المهارات في مجال يساعد علي الالتحاق بالعديد من الوظائف المتاحة في المؤسسات المالية المختلفة، فنجد أن بنوك الاستثمار تحتاج – علي سبيل المثال- إلي المتخصصين في مجال الاستثمار للاشتراك في عمليات بيع الأوراق المالية الجديدة وفي إتمام عمليات الاندماج Mergers والاستحواذ Acquisition وبالإضافة إلي ما سبق تحتاج كل من شركات السمسرة وبنوك الاستثمار

---

(١) التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، د.خالد وهيب الراوي، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولي، ، ٢٠٠٠-١٤٢١.

(٢) د. خالد وهيب الراوي، مرجع سابق، ص٣٠١.

والبنوك التجارية وشركات التأمين إلي خدمات المحللين الماليين Financial Analysis الذين يقومون بتحليل الأوراق المالية للتعرف علي عدالة سعر الورقة المالية.

كما تحتاج إلي خبراتهم بيوت السمسرة بغرض إعداد التقارير التي تقدم للعملاء لمساعدتهم علي اتخاذ قرارات بيع وشراء الأوراق المالية المختلفة.

أما البنوك وشركات التأمين فتمتلك وتدير محافظ استثمارية وتحتاج إلي تقييم مستمر للأصول الموجودة في المحفظة. كذلك تحتاج صناديق الاستثمار Mutual Funds إلي المحليين الماليين لتقييم الأوراق المالية المتاحة واتخاذ قرارات البيع والشراء. وبالتالي يلاحظ القارئ أن دراسة مجال الاستثمار يساعد علي الالتحاق بعدد كبير من الوظائف في قطاع المنشآت المالية [1].

طبيعة قرارات الاستثمار:

- تشير عملية اتخاذ قرارات الاستثمار إلي القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية المختلفة وكمية الأموال المستثمرة في كل منها وتوقيت الاستثمار.

- وتتضمن عملية الاستثمار تحليلاً لطبيعة قرارات الاستثمار وتنظيماً للأنشطة التي تتضمنها عملية اتخاذ القرارات.

- فالأسهم العادية تحقق متوسط عائد أعلي من عائد السندات، فما الذي يمنع المستثمر إذا من الاستثمار في الأسهم ولتحقيق مثل هذه العوائد المرتفعة؟ للإجابة علي هذا السؤال لا بد أن تشير إلي أن الحصول علي عوائد مرتفعة يتضمن في نفس الوقت التعرض لمخاطر مرتفعة. لذلك فإن كل قرار استثماري لا بد أن يتضمن مقارنه بين العائد المتوقع والخطر المتوقع وبالتالي عند دراسة عملية اتخاذ قرارات الاستثمار لا بد من البدء بتحليل المفاهيم الأساسية التي تستند إليها هذه القرارات ثم يأتي بعد ذلك التعرف علي الأنشطة المختلفة التي تنطوي عليها عملية اتخاذ القرار نفسها.

---

(١) د.محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص٥٠٤.

١- العائد Return:

إن الهدف الرئيسي من الاستثمار هو تحقيق عائد علي الأموال المستثمرة حيث إن الاحتفاظ بالأموال دون استثمارها يتضمن تكلفة هي تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost والتي تتمثل في العائد الذي كان يمكن أن تحققه علي هذه الأموال بالإضافة إلي تأثير التضخم علي القوة الشرائية للنقود. وقد اتفقنا علي أن الهدف الرئيسي للاستثمار هو العائد ولكن يجب أن نفرق بين كل من العائد المتوقع Expected Return والعائد الفعلي Realized Return حيث يشير المفهوم الأول إلي العائد الذي حققه المستثمر فعلاً. وهنا يلاحظ أن المستثمر يهدف إلي تحقيق العائد المتوقع ولكنه في النهاية يحصل علي العائد الفعلي الذي قد يكون أعلي أو أقل من ما كان متوقعاً وهو ما يشير إلي درجة الخطر المرتبطة بالاستثمار أي تقلب العوائد المحتملة والناتجة عن عملية الاستثمار [١].

٢- الخطر Risk:

يسعي المستثمر دائما إلي الحصول علي أكبر عائد ممكن إلي أن هناك عوامل عديدة تمنع المستثمر من تحقيق هذا الهدف لعل أهمها الخطر. ويمكن تعريف الخطر هنا علي أنه احتمال أن يكون العائد الفعلي مختلفاً عن العائد المتوقع وهو ما يعني تباين أو انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع. وفي ضوء هذا التعريف يمكننا أن نستنتج أن العائد علي أذون الخزانة Treasury Bills لا ينطوي علي أي خطورة في حين أن هناك بعض الخطورة في العائد المتوقع من سندات عمرها ٣٠ سنه أصدرتها إحدى الشركات أو إحدى الجهات الحكومية كما أن هناك بالفعل خطورة كبيرة تحيط بالعائد المتوقع من الأسهم حيث تتميز عوائد الأسهم بالتقلب.

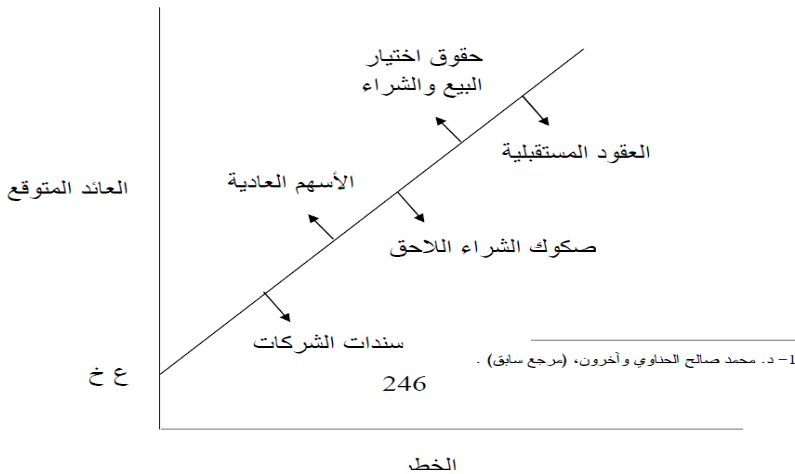
من الواضح إذا أنه سوف يعمل دائما علي تجنب الخطر والمستثمر الذي يتجنب الخطر Rick-Averse-Investor لن يرضي بقبول أي مستوي من الخطر إلا إذا توقع الحصول علي عائد كافي للتعويض عن هذا الخطر.

(١) محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص٦٠٥.

معني ذلك أننا يجب أن نتوقع أن يتجه المستثمرين نحو الخطر في حالة الرغبة بالحصول علي عوائد مرتفعة حيث لا يوجد عائد مرتفع لا تصاحبه خطورة مرتفعة. وأخيراً تستطيع أن نقول أن المستثمر سوف يتعامل مع الخطر من خلال المفاضلة بين مستويات الخطر المختلفة لاختيار المستوي المقبول من وجهة نظر المستثمر حيث يتجه بعض المستثمرين نحو تحويل مستويات مرتفعة من الخطر علي أمل تحقيق مستوى مرتفع من العائد في حين لا يرغب مستثمرون آخرون في تحمل مخاطر مرتفعة ولا يتوقعون أيضاً الحصول علي عائد كبير. وبناءاً علي ما تقدم يمكن القول بأن جميع المستثمرين يرغبون في تعظيم العائد ولكنهم يختلفون فيما بينهم فيما يختص بمستوى الخطر المقبول.

٣- المقايضة بين العائد والخطر Risk Return Trader:

يشير الشكل رقم (١/١/٢) إلي أنواع الأصول المالية المختلفة الذي يستطيع المستثمر أن يفاضل بينها في ضوء مفهوم المقايضة بين العائد والخطر أي أن هذا الخط يمثل العلاقة بين العائد والخطر حيث يستطيع المستثمر أن يختار أي نقطة علي هذا الخط ليحدد عندها العائد المتوقع من استثمار معين والخطر المقابل له[١]. ويظهر من الشكل السابق الإشارة إليه أن العلاقة بين العائد والخطر هي في الواقع علاقة طردية.



(١) د. محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق.

المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني) الدار الجامعية ٢٠٠٥/٢٠٠٤.

المقايضة بين العائد المتوقع والخطر لمجموعة من الأصول المالية:

إن الخط ع خ ب يعبر عن المقايضة بين العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة به لكل نوع من أنواع الأصول المالية أي أن هذا الخط يمثل العلاقة بين العائد والخطر حيث يستطيع المستثمر أن يختار أي نقطة علي هذا الخط ليحدد عندها العائد المتوقع من استثمار معين والخطر المقابل له. ويتجه ميل هذا الخط إلي الأعلى بشكل دائم لأن المحور الرأسي يعبر عن العائد المتوقع وبالتالي فإن المستثمر الرشيد لن يكون علي استعداد لتحمل مخاطر إضافية إلا إذا تم تعويضه عن هذا المخاطر مما يعني أن العلاقة بين العائد والخطر هي في الواقع علاقة طردية. وتشير النقطة ع خ إلي العائد علي الأصول الخالية من المخاطر (مثل أذون الخزانة (Treasury Bills) وهو ما يعرف بالعائد الخالي من الخطر. Risk Free Rate Of return ويستطيع المستثمر أن يختار أي نقطة علي الخط ع خ ب حيث يمكنه الاستثمار في أذون الخزانة أو الانتقال إلي السندات المصدرة بواسطة الشركات Corporate Bonds ثم الاتجاه إلي الأسهم حتى يصل إلي المشتقات Derivatives وهي الأوراق المالية الأكثر خطورة والتي تحقق أعلي العوائد في نفس الوقت[1] .

وهنا لا بد أن نشير إلي أن عملية المقايضة بين العائد والخطر للوصول إلي قرار الاستثمار واختيار نوع الأوراق المالية تعتمد علي اتخاذ القرار مما يؤكد صعوبة اتخاذ قرارات الاستثمار.

خطوات الاستثمار:

عند اتخاذ قرار الاستثمار يسعى المستثمر دائماً إلي تعظيم العوائد المتوقعة وهو خلال السعي نحو تحقيق هذا الهدف سوف يجد أمامه عدد لا نهائي من الفرص الاستثمارية ولكن هناك أيضاً العديد من القيود ولعل الخطر يعتبر أهم هذه القيود.

---

(١) د. محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص١٤-١٥.

بناء علي ما سبق فإن اتخاذ قرار الاستثمار يعني المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المختلفة وبالتالي فإن مستثمري الأوراق المالية سوف يعملون علي تحليل وإدارة استثماراتهم وذلك من خلال إتباع مجموعة من الخطوات تتعرض لها فيما يلي:

١- تحليل الأوراق المالية Security Analysis
٢- إدارة محفظة الأوراق المالية Portfolio management
٣- وضع سياسة الاستثمار.
٤- مراجعة المحفظة.
٥- تقييم أداء المحفظة [1].

- **تقييم أنظمة الاستثمار:**

يدعو الكثيرون في مجال الاستثمار في الأوراق المالية إلي استخدام أنظمة محددة القواعد والخطوات وتعتمد علي استخدام مجموعة من البيانات التاريخية وكذلك إجراءات تحليلية موضوعية. ويطلق علي هذه الأنظمة "أنظمة الاستثمار الميكانيكية أو المنمطة" Mechanical Investment systems ويرى هؤلاء أن هذه الأنظمة تؤدي إلي التوصل إلي نتائج أفضل كثيراً من النتائج المتوصل إليها من أنظمة الاستثمار السلبية Passive Investment system ويعرف نظام الاستثمار السلبي بأنه:

- شراء محفظة أسهم جيدة التوزيع والاحتفاظ بها علي مدار فترة تقييم الأداء وعادة ما يستخدم عائد "مؤشر السوق" لتقدير العائد علي المحفظة.
- وتقدم بعض أنظمة الاستثمار المنمطة تقديراً علي سلوك السوق في المستقبل، كما تقدم أنظمة منمطة أخرى مجموعة منمطة من التعليمات للاستثمار في الأسهم الفردية وتقدم جميع هذه الأنظمة تقريباً إحصائيات مبهره تستند علي اختيارات أجريت علي بيانات فترات تقييم سابقة [2].

---

(١) د. محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص١٥-١٧.
(٢) د. محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص٩٥.

الفصل الثامن
مخاطر الاستثمار

المقدمة:

نجد أن الإدارة في المنشآت والبنوك تحاول تعظيم قيمة المنشأة من خلال الاستثمار في مشروعات تحقق اعلي من تلك البدائل الاستثمارية المتاحة علي اعتبار أنها استثمارات خاليه من المخاطرة، لذلك نجد أن الخاطر وكيفية الحد منها هو هاجس إدارة المنشأة لتحقيق اكبر عائد يمكن تحقيقه.

وبالرغم من تجنب المنشآت الوقوع في مخاطر التمويل والاستثمار إلا إنها تواجه العديد من المخاطر وسنتطرق في هذا الفصل الي مفهوم المخاطر هذه المخاطر بكل أنواعها.

حيث نجد أن نجاح المنشآت في المستقبل يتوقف علي قرار الاستثمار الذي يتخذ في الحاضر بأقل نسبة من المخاطر لتحقيق اكبر عائد.

إن دراسات تقييم الاستثمار عادة ما تتطلب إعداد سلسلة من البيانات والمعلومات التي تمتد طوال العمر الإنتاجي للمشروعات وحتى الآن بالرغم من تقدم الأساليب العلمية إلا انه لا يمكن التحكم في سلوك العناصر التي تلعب دورها في حياة المشروع وهذا يوضح مدى أهمية دراسات قرارات الاستثمار قبل البدء لتقليل المخاطر نسبيا.

أولا: نشأة المخاطر وتطورها:

ليس إدارة المخاطر أمرا جديد في حياة الناس بل أنهم مدركون لأبعاد هذه المخاطر ساعين بكل الطرق لمعالجتها وإدارتها، فقد واجه الأقدمون نفس تلك المخاطر وقاموا بما يسعهم للوصول إلي نفس تلك الأهداف، إلا أن الحياة المعاصرة مختلفة تمام الاختلاف عما كان عليه أمر الناس قديما، فنجد صيغا كان يتعامل بها الأقدمون غرضها الأساسي هو إدارة المخاطر مثل عقد السلم الذي انتشر العمل به [1]

---

(١) د. علي محمد القري، المخاطر الائتمانية في الائتمانية في العمل المصرفي الإسلامي، دارسة فقهية اقتصادية (f29/topicislamfin.go-forum.net/motada-) ص١.

ثم تطورت الحياة وأصبحت إدارة المخاطر ليس علما بحد ذاتها إنما هي فن من فنون الإدارة تمارسه الإدارة في التعامل مع اي نوع من المخاطر، وهدفها الأساسي توفير المعلومات الخاصة بالمخاطر التي قد تحدث مستقبلا وذلك للمساعدة في اتخاذ القرار الأمثل والأنسب، من خلال تحديد وقياس تلك المخاطر ووضع الضوابط المطلوبة لتقليل احتمالية حدوثها أو تقليل وتخفيف الأثر في حالة وقوعها، وان قياس المخاطر بني علي قاعدتين أساسيتين هما احتمالية الوقوع وتأثره المادي فانه بشكل عام خلال الخميسات كان التوجه من دراسة المخاطر هو عمليات حسابية بحتة من خلال تطبيق نظرية الاحتمالية من اجل محاولة توقع كيف تنجح الشركات في ظل أحداث تقلبات الأسواق، وفي السبعينات كان التأثر بزيادة معدل تقلبات الاقتصاد وأزمة النفط بدا التوجه أعمق من قبل لتقييم المخاطر من اجل قياس معدل المخاطر علي مستوي الدول وتأثيرها في الشركات [١]

وفي نهاية الثمانينات وبداية التسعينات زادت رغبة الشركات في تقليل التكاليف فرات ان في إمكانها وضع إجراءات وقائية إضافية لتقليل تكاليف أقساط التامين المرهقة علي بنود ميزانيتها التي تحتل رقما ضخما من جدول نفقاتها وإيمانا منها بقدرتها علي تحمل مسئولية المخاطر، هذه الرغبة الحقيقة والسليمة في فهم الهيكل التنظيمي عوضا عن إدارة التامين القائمة في ذلك الوقت، ونمت هذه الإدارة في العقد الأخير وأصبحت ذات أهمية قصوى وجدوى اقتصادية. [٢]

أما في الفترة الأخيرة فبدأت إصدار تشريعات دولية ومحلية لتطبيق وتفعيل إدارة المخاطر وهذه التشريعات منها المباشر والغير مباشر كالالتزام بتطبيق مقررات بازل II علي البنوك من قبل بنك السودان المركزي أو تطبيق حوكمة الشركات علي الشركات المساهمة من قبل هيئة سوق الخرطوم

---

(١) محمد سهيل الدروبي، ماهية إدارة المخاطر وكيف نشأت، صحيفة الاقتصادية الالكترونية
http: //www.aleqt.com/2008/04/30larticle139119m,html

(٢) محمد سهيل، مرجع سابق، ص ٩

للأوراق المالية وحتى وكالة التصنيف العالمية مثل (ستاندرد اند بورز) و (موديز) اللذان أكدا علي تطبيق إدارة المخاطر بشكل كامل وانها تمثل عاملا مؤثرا في رفع درجة التصنيف الائتماني.

لذلك كله فان إدارة المخاطر أصبحت حقيقة قائمة كما أصبحت نظاما متقدما للضمان والرقابة وتستطيع أن تقود إلي تحسين جودة ونتائج الأعمال وهي أداة أساسية للتعامل مع أحداث التوجهات ومختلف أنواع المخاطر [١].

ثانياً: مفهوم المخاطر:

وردت عدة تعريفات للمخاطر وسنتناول أهمها فيما يلي:

تعرف المخاطر على أساس أنها (حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها)[٢] وهذا التعريف على الرغم من أنه يعطي أوضح عدم التأكد عند الفرد أساساً لتحديد الخطر إلا أنه يشترط ضرورة قياس هذه الحالة والتي ليس في جميع الحالات يمكن ذلك لأن المتغيرات المحددة كحالة عدم التأكد تحكمها في كثير من الأحيان أمور معنوية.

كما تعرف المخاطر بأنها (حالة أو وضع يكون فيه احتمال الخسارة وكلما كانت الخسارة المحتملة حدوثها كبيرة الحجم كلما زاد عنصر المخاطرة)[٣]. وتعتبر المخاطرة إحصائياً (احتمال حدوث خطأ ما ويقاس بمقدار الانحراف عن المعدل أو الفائدة ويعرف بأنه حالة عدم التأكد بحصول الربح أو الخسارة)[٤].

كما تعرف أيضاً بأنها (احتمال حدوث نتائج غير مرضية إلا أن المخاطر لها معاني كثيرة تختلف باختلاف مجال التطبيق)[٥].

---

(١) محمد سهيل، مرجع سابق، ص٩

(٢) مختار محمود الهانسين، إبراهيم عبد الغني حمودة، مبادئ الخطر والتأمين، القاهرة، الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠١م، ص١٠.

(٣) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، الخرطوم: مطابع السودان للعملة المحدودة، ٢٠٠٦م، ص٤٧.

(٤) مختار محمود الهناسين، وإبراهيم عبد الغني حمودة، مرجع سابق، ص٤٧.

(٥) فرد ويستون برجام، التمويل والإدارة، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، الرياض، دار المريخ، د ت، ص٣٥.

وتعرف المخاطر بأنها (الشك الموضوعي فيما يتعلق بنتيجة موقف معين أي أن الخطر حالة من عدم التأكد) [(١)] .

وهو نفس التعريف الذي أشار إليه البروفيسور الاقتصادي المعروف ناين Khight وهو أن الخطر (حالة عدم التأكد الممكن قياسها تعريفه فإنه يوجد فرق بين عدم التأكد والخطر) [(٢)] .

تحدث المخاطر عندما يكون هناك احتمال حدوث لأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة.

تعرف المخاطر بأنها (حالة تهدر الأشياء وإذا حدثت تؤدي إلي خسارة، هذا المفهوم العام أما في مجال العمل المصرفي تعرف على أنها احتمال تتمكن من تحقيق الأهداف الخاصة بالبنك من خلال الموارد المتاحة، ومعظم المخاطر يغلب عليها الطابع النوعي مما يجعل أثرها قابل للقياس مما يستدعي تحويله إلي كمي قابل للقياس) [(٣)] .

وببساطة شديدة يمكن تعريف المخاطر (Risk) على أنها إمكانية أو احتمال حدوث خسارة (Chance of Loss) وكلما كانت هناك إمكانية للخسارة كلما وصفت الأصول أنها أصول تتضمن على مستوى أعلى من المخاطرة. وبطريقة أكثر تحديداً فإن مفهوم المخاطرة يمكن استخدامه بطريقة متبادلة مع مفهوم عدم التأكد وكلا المفهومين يشير إلي التغيير أو الاختلاف العائد الذي مكن أن يحققه أي أصل [(٤)] . نذكر تعريف آخر للمخاطرة وهو (الخسائر والأضرار التي تصيب المستثمر نتيجة عدم التأكد والتنبؤ بعوائد الأداء الاستثمارية كالأسهم العادية مثلاً)[(٥)]. والتي يختلف

(١) محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مبادئ الخطر والتامين، القاهرة: دار الكتب الأكاديمية لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م، ص١٢.

(٢) محمد توفيق البلقيني وجمال عبد الباقي واصف، مرجع سابق، ص١٢.

(٣) عثمان بابكر، العناصر الأساسية لنظم إدارة المخاطر، الخرطوم: المعهد العالي للدراسات المصرفية، ٢٠٠٢م، ص١٠

(٤) عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، أساسيات الإدارة المالية، ج١، القاهرة، د ن، د ت، ص١٣٥.

(٥) ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى، عمان، دار وائل للطباعة والنشر، ١٩٩٩م، ص٣١٦.

مردودها من عام لآخر تبعاً لعدة ظروف ناهيك عن تحمل الأسهم خسائر في كثير من الأحيان في الوقت الذي تعتبر فيه السندات والأسهم الممتازة خالية من المخاطر إلي حد كبير كونها تحمل عوائد ثابتة رغم تأثيرها بمعدلات التضخم.

بالإضافة إلي ذلك عرف المعني الاقتصادي المخاطرة في المجال الاقتصادي عدة معاني فعرفت بأنها (احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع) (١).

كما عرف المخاطر المصرفية بأنها (احتمالية مستقبلية قد تعرض البنك إلي خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها بما قد يؤثر علي تحقيق أهداف البنك وعلي تنفيذها بنجاح.

وقد تؤدي في حالة عدم التمكن من السيطرة عليها وعلي آثارها إلي القضاء علي البنك وإفلاسه) (٢).

يرى الباحث أن أشمل وأفضل تعريف من التعريفات السابقة هو التعريف الثامن وذلك لأنه شمل على أن المخاطر هي الخطر وهي أيضاً عدم التأكد المتعلقة بالعائد على الإدارة الاستثمارية.

تعريف إدارة المخاطر:

إدارة المخاطر عبارة عن منهج علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم وتنفيذ إجراءات من شانها أن تقلل من إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلي الحد الأدنى(٣) وعرفت بأنها: (معرفة المخاطر وتحديد حجمها وأثرها واتخاذ القرار اللازم حيالها وان رأس مال المصرف كافي لامتصاص المخاطر الكلية لتجنب الإعسار) (٤).

---

(١) ال شبيب، دريد كامل، مبادئ الإدارة العامة (عمان: دار المناهج: ٢٠٠٤م) ص ٣٦

(٢) محمد سهيل الدروبي، إدارة المخاطر في المصارف الاسلامية (2715&PAGE=3) (http: //lesegs,com/forum/showthred.php?t=3)

(٣) د. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (افراد، ادارات، شركات، بنوك)، الدار الجامعية، القاهرة ٢٠٠٣، ص٥١.

(٤) منشورات بنك التضامن الإسلامي، إدارة المخاطر ٢٠٠٦م ص ٢

أولاً: أهمية المخاطر:

تتلخص أهمية المخاطر فيما يلي: [1]

تحديد المخاطر: تقوم إدارة المخاطر بتحليل البيانات والمعلومات المتوفرة لديها بوضع نظام للتقارير وخطط عمل للوحدتين المختلفة ومتابعة مستوي الإلمام بها بهدف تحديد وتصنيف واضح لكفاءة أنواع المخاطر في جميع العمليات التي ينفذها أو الصفقات التي يدخل فيها المصرف وهذا يتطلب ان تعمل الإدارة كوحدة تحكم مركزية بالتنسيق مع الإدارات بالمصرف.

قياس المخاطر: أن تتبني الإدارة أدوات فاعلة لقياس حجم المخاطر وتحديد أثرها علي المصرف بالتنسيق مع البنك المركزي.

متابعة المخاطر: تقوم الإدارة بمتابعة جميع المخاطر بالمصرف وذلك من خلال التأكد من فعالية نظم الرقابة والمراجعة الداخلية والضبط الداخلي، مستوي نظام الضبط المؤسسي وكفاية السياسات والإجراءات ومستوي تطبيقها، والالتزام بها والية توزيع المسؤوليات والصلاحيات داخل المصرف.

التحكم في حجم المخاطر: أن تعمل الإدارة علي التحكم في حجم المخاطر لتقليل آثارها السالبة علي المصرف وذلك بالعمل علي وتفعيل آليات مالية لتقليل المخاطر

هيكل إدارة المخاطر: حدد بنك السودان المركزي شكل هيكل إدارة المخاطر لتستهدي به المصارف في إنشاء إدارة مستقلة للمخاطر.

قسم البيانات والمعلومات: يقوم هذا القسم بتجميع وتوفير كل البيانات والمعلومات التاريخية والحالية المتعلقة بأنشطة المصرف، وتجميع البيانات والمعلومات عن بيئة العمل الداخلية والمعلومات الخارجية التي تؤثر علي نشاط المصرف.

قسم التحليل وتقييم المخاطر: تتمثل مهامه في الحصول علي البيانات والمعلومات المختلفة من قسم المعلومات وتحليلها لتحديد أنواع المخاطر التي تواجه المصرف، وتحديد مدي جودة البيانات المختلفة ومصادرها، والتنسيق

---

(١) بنك السودان المركزي، منشورات قطاع المؤسسات والنظم، منشور رقم ٢٠٠٥/١

مع البنك المركزي فما يختص بقياس المخاطر وطرق تقليلها، ورفع تقارير دورية بنتائج التحليل والتقييم.

قسم المراقبة والتحكم: تتمثل مهامه في وضع نظام للتقارير الداخلية، ومراقبة وجود مراشد لإدارات المصرف المختلفة ومدي التزام الإدارات بذلك المراشد، التأكد من الالتزام بالأسس والضوابط الداخلية وسياسات ولوائح البنك المركزي، التأكد من مراعاة مخاطر التشغيل وقياسها قبل تنفيذ اي عملية، التأكد من الالتزام بالخطط والسياسات الاستثمارية الموضوعة، التأكد من التزام إدارة الاستثمار بقواعد إدارة المخاطر وتقييم مستمر لأنظمة الضبط الداخلي، إجراءات التوثيق، وضوابط استخدام أجهزة الكمبيوتر .

ثانياً: أهداف المخاطر:

أدرجت لجنة بازل إدارة المخاطر كأحد المحاور الهامة لتحديد الملاءة المصرفية، وتمشيا مع الاتجاهات العالمية في هذا الصدد بدأت البنوك مؤخرا في إنتاج سياسات لإدارة المخاطر واستحداث قطاعات متخصصة يكون هدفها التحكم في درجات المخاطر هو قياس المخاطر من اجل مراقبتها والتحكم فيها ليس إلغائها نهائيا، وذلك لتحقيق العناصر التالية [1]

- إعطاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين فكرة كلية عن جميع المخاطر التي يواجهها البنك.
- وضع نظام للرقابة الداخلية وذلك لإدارة مختلف انواع المخاطر في جميع وحدات البنك.
- الحيلولة دون وقع الخسائر المحتملة.
- التأكد من حصول البنك علي عائد مناسب للمخاطر التي قد يواجهها.
- استخدام إدارة المخاطر كسلاح تنافسي.

---

(١) د. ماجدة احمد شلبي، الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية ومعايير لجنة بازل، (arablawinfo.com) ص١٣

- إدارة الأصول والخصوم، حيث تعتبر إدارة الأصول والخصوم مجموع فرعية من إدارة المخاطر ترتكز علي الإدارة الكمية لمخاطر الفائدة والسيولة علي المستوي الكلي.

أولاً: خطوات إدارة المخاطر:

وتتمثل خطوات إدارة المخاطر في الآتي:

تحديد المخاطر (Risk Identification) من اجل إدارة المخاطر لابد من تحديدها أولا، وكل منتج او خدمة يقدمها البنك ينطوي عليها عدة مخاطر، وتحديد المخاطر يجب ان تكون عملية مستمرة ويجب ان تفهم المخاطر علي مستوي كل عملية وعلي مستوي المحفظة ككل.

تحليل المخاطر: تعني تصنيف الخطر والوقوف علي مصادرة الأصلية.

قياس المخاطر (Risk Measurement) بعد تحديد المخاطر المتعلقة بنشاط معين، تكون الخطوة الثانية هي قياس أو تقييم المخاطر حيث ان كل نوع من المخاطر يجب أن ينظر إليه بأبعاده الثلاثة وهي حجمه، مدته، درجة تأثيره واحتمالية الحدوث لهذه المخاطر أن القياس الصحيح والذي يتم في الوقت المناسب علي درجة كبيرة من الأهمية بالنسبة اتلي إدارة المخاطر.

ضبط المخاطر أو التحكم فيها (Risk Control) بعد تحديد وقياس المخاطر تأتي المرحلة الرابعة وهي عملية ضبط هذه المخاطر حيث أن هنالك ثلاثة طرق أساسية لضبط المخاطر وذلك علي الأقل لتجنب نتائجها العكسية (Offsetting) ووضع حدود علي بعض النشاطات، تقليل المخاطر أو إلغاء اثر هذه المخاطر. ان علي الإدارة أن توازن بين العائدات والنفقات اللازمة لضبط هذه المخاطر. علي البنوك أن تقوم بوضع حدود للمخاطر من خلال السياسات والمعايير والسياسات والإجراءات التي تبين المسئولية والصلاحية.

مراقبة المخاطر (Risk Monitoring) علي البنوك ان تعمل علي إيجاد نظام معلومات قادر علي تحديد وقياس المخاطر في دقة، وبنفس الأهمية يكون قادرا علي مراقبة التغيرات في وضع المخاطر لدي البنك. علي سبيل المثال لو توقف العميل عن الدفع فهذا يجب ان يظهره نظام المعلومات لان

توقف العميل عن الدفع يترتب عليه حرمان البنك من هامش الربح علي الائتمان. وبالتالي فان نظام المعلومات يعكس التغيير في سعر الفائدة كي يعوض البنك علي فقدان العائد من هذا الائتمان أهمية كبيرة بالنسبة الي البنك. أن الرقابة علي المخاطر تعني تطور أنظمة التقارير في البنك التي تبين التغيرات المعاكسة في وضع المخاطر لدي البنك للتعامل مع هذه المتغيرات. (١)

ثانياً: العناصر الرئيسية في إدارة المخاطر:

نظرا لان المخاطر المصرفية أصبحت للصناعة المصرفية وخصوصا منذ بداية التسعينات، فقد كانت هناك جهود ليس علي مستوي لجنة بازل للرقابة المصرفية فقط ولكن أيضا علي مستوي بعض المؤسسات والمنتديات الدولية، حيث قامت دول إصدار أسس ومبادئ إرشادية للممارسات (GROUP THIRTY) مجموعة الثلاثين السلمية لإدارة مخاطر المشتقات في عام ١٩٩٣. واصدر مجموعة الثلاثين أيضا في عام ١٩٧٧م دارسة خاصة بتوصيات فيما يتعلق بإدارة المخاطر (G-30) والمخاطر النظامية والشفافية، وفي هذا الإطار أصدرت لجنة الخدمات المالية الأمريكية مبادئ لإدارة المخاطر ويمكن إجمال هذه العناصر والتي يطلق عليها المبادئ السبعة (٢).

١. مسئولية مجلس الإدارة العليا: يتم وضع سياسات إدارة المخاطر من قبل الإدارة بالإشراف الفعلي عليها واعتماد أهداف، واستراتيجيات، وسياسات، وإجراءات إدارة المخاطر التي تتناسب مع الوضع المالي للبنك، وطبيعة مخاطرة ودرجة تحمله للمخاطر، ويجب أن يتم تعميم تلك الموافقات علي كافة مستوليات البنك المعنية بتنفيذ سياسات إدارة المخاطر.

٢. إطار إدارة المخاطر: يجب ان يكون لدي البنك إطار لإدارة المخاطر يتصف بالفاعلية والشمول والاتساق، ويجب علي الإدارة ان تخصص موارد تمويلية كافية للموظفين ودعم إطار المخاطر الذي تم اختياره.

---

(١) د. إبراهيم الكراسنة، مرجع سابق، ص ص ٤٢-٤٣

(٢) د. نبيل شحاد، مرجع سابق ص ٢٧

٣. تكامل إدارة المخاطر: حتى يمكن التحقق من تحديد التداخل بين المخاطر المختلفة وفهمها وإدارتها بصورة سليمة، فانه يجب أن لا يتم تقييم المخاطر بصورة منعزلة عن بعضها البعض، لان التحليل السليم يتطلب تحليل المخاطر بصورة كلية.

٤. محاسبة خطوط الأعمال: أن أنشطة البنك يمكن تقسيمها الي خطوط أعمال مثال نشاط التجزئة ونشاط الشركات لذات فان المسؤولية عن كل خط من خطو الأعمال يجب ان يكونوا مسئولين عن إدارة المخاطر لخط الأعمال المناط بهم.

٥. تقييم وقياس المخاطر: جميع المخاطر يجب أن تقيم بطريقة وصفية (Qualitative) بصورة منتظمة، وحيثما أمكن يتم التقييم بطريقة كمية (Quantitative) ويجب أن يأخذ تقييم المخاطر في الحسبان تأثير الأحداث المتوقعة والغير متوقعة.

٦. المراجعة المستقلة: تقييم المخاطر يجب ان يتم من قبل جهة مستقلة يتوافر لها السلطة والخبرة اللازمتين لتقييم المخاطر واختيار فعالية أنشطة إدارة المخاطر وتقديم التوصيات اللازمة لضمان فعالية إطار إدارة المخاطر وتقديم التوصيات اللازمة لضمان فعالية إطار إدارة المخاطر. [١]

٧. التخطيط للطوارئ: يجب أن تكون هناك سياسات وعمليات لإدارة المخاطر في حالة الأزمات المحتملة الحدوث والظروف المحتملة الحدوث والظروف الطارئة أو غير العادية ويجب أن تختبر جودة هذه السياسات والعمليات.

يري الباحث ان المخاطر المصرفية مرتبطة بالرغبة في تحقيق الإيرادات المستقبلية وكلما تم وضع الإطار العلمي لإدارة المخاطر كلما تم التحكم فيها واتخاذ القرارات المناسبة حتى لا تتعرض المؤسسات المالية المختلفة للإفلاس والخسائر وعدم الاستمرارية في تحقيق أهدافها.

---

(١) المرجع سابق ص ص ٢٧-٢٩

أنواع المخاطر:

تتمثل أنواع المخاطر في الآتي:

١/ مخاطر منتظمة Systematic Risks

فالمخاطر المنتظمة أو السوقية أو العادية، هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة، أو الحروب أو الانقلابات السياسية، فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة.

وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعات الآلات والمطاط، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران، أي بصورة عامة أن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية.

٢/ مخاطر غير منتظمة Non Systematic Risks

المخاطر غير المنتظمة أو غير السوقية، فهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة، أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي في شركة معينة أو قطاع معين، والأخطاء الإدارية، وظهور اختراعات جديدة، والحملات الإعلانية والتغير في أذواق المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات شركة معينة بالذات [١].

والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة كشركات المرطبات،

(١) د/ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط٢، عمان الأردن: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ١٩٩٩م، ص٤٥.

وشركات السجائر، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة سوق الأوراق المالية. وتتأثر درجة المخاطرة غير المنتظمة (غير السوقية) لشركة معينة بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة، أو بدرجة استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها أو بانتهاء عقود معينة، أو بحدوث تغيير أساسي في الإدارة. لذا يمكن الحد من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنويع وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها موزع على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل على حدة(1) .

وهنالك أنواع مخاطر أخرى:

١/ مخاطر التضخم: Inflation Risk

وتحملها عادة الاستثمارات ذات العائد الثابت خاصة إذا كان عائدها أقل من معدل التضخم.

٢/ مخاطر إعادة الاستثمار: Reinvestment Risk

وتبرز هذه المخاطر إذا استرد المستثمر أمواله المستثمرة ولم تتح له فرصة لإعادة استثمارها على نفس مستوى العوائد التي كانت مستثمرة فيه ومن الأمثلة على ذلك السندات القابلة للاستدعاء إذا تم استدعاؤها لأن أسعار الفائدة في السوق أقل من تلك التي تحملها السندات التي تم استدعاؤها.

٣/ مخاطر أسعار الفائدة: Interest rate Risk

وتبرز هذه المخاطر عندما يضطر المستثمر لبيع السندات التي يملكها لحاجته إلي النقد الجاهز فإذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أعلى من أسعار الفائدة التي تحملها سنداته فإنه سيضطر لبيع سنداته بأقل من قيمتها الاسمية والعكس أيضاً صحيح بمعنى أنه سيتمكن من بيعها بأعلى من قيمتها الاسمية إذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أقل من الفائدة التي تحملها السندات(2) .

---

(١) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٦.

(٢) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار "المالي والحقيقي"، ط٤، الأردن: دار وائل للنشر، ٢٠٠٧م، ص٣٣١.

٤/ المخاطر الاقتصادية: Economic Risk

إذا استثمر أحدهم بالأسهم فإن أسعار هذه الأسهم ستتأثر بمقدار الأرباح التي ستحققها الشركة وبمقدار الأرباح التي يتوزعها وبما أن الأرباح تتأثر بالأوضاع الاقتصادية التي تعمل في ظلها الشركة إذن فالمحصلة النهائية هي أن أسعار الأسهم ستتأثر بالأوضاع الاقتصادية وحامل هذه الأسهم سيتعرض للمخاطر الاقتصادية من خلال تأثر الشركة بالدورات الاقتصادية (التضخم والكساد وعوامل العرض والطلب والأحداث العالمية... الخ) .

٥/ مخاطر السوق: Market Risk

والمقصود هنا هو السوق المالية فالمستثمر بالأسهم سيتأثر بتحركات سوق الأسهم صعوداً وهبوطاً ومن المعروف أن سوق الأسهم تتحرك لأتفه الأسباب أو الشائعات وتسير أسعار الأسهم فيها سيراً عشوائياً Random Walk فهي لا تعكس الماضي بالضرورة ولذلك كان من الصعب التنبؤ بها [١] .

المطلب الثاني: مصادر المخاطر:

تتمثل مصادر المخاطر في الآتي:

١/ مصادر المخاطر المنتظمة:

من هذه المصادر: تقلب في معدلات الفائدة، والتغير في القوة الشرائية لوحدة النقد ومخاطر السوق وتقلب معدلات ضريبة الدخل وغيرها [٢] .

أ/ مخاطر معدلات الفائدة:

مخاطر معدلات الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائدة المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في معدلات الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية. فمن المعروف أن أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات منها تتأثر بتقلب معدلات الفائدة السوقية بطريقة عكسية، فكلما ارتفعت معدلات الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات والعكس بالعكس، وسبب ذلك أن قيمة السند هي عبارة عن

---

(١) زياد رمضان، مرجع سابق، ص٣٣٣.

(٢) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٧.

القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما أن معدل الفائدة السوقي هو عبارة على سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة إذا ارتفع سعر الفائدة السوقي فتنخفض بذلك قيمة السند في السوق أي يقل سعره، وبالعكس سعره إذا انخفض سعر الفائدة السوقي وبشكل عام كلما طال أجل السند يزداد تعرضه لخطر أسعار الفائدة.

ب/ مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد:

هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبالغ المستثمرة نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر.

ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي نوع من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابت، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية، كما أن أكثر أدوات الاستثمار تعرضاً لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة الأجل، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عن استحقاقها، مثل السندات طويلة الأجل.

ج/ المخاطر السوقية:

تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين.

وإن أكبر مثال على المخاطر السوقية، هي الحال التي أصابت بورصة نيويورك في عام ١٩٦٣م بعد أن تواردت أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي كندي، فقد حدثت عمليات بيع هستيرية اضطرت المسئولين إلي إغلاق البورصة وبيعت الأسهم بأسعار منخفضة جداً وعندما فتحت البورصة بعد يومين من حادث الاغتيال عادة الأسهم إلي أسعارها الاعتيادية [١].

---

(١) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٨.

كما ظهرت المخاطر السوقية في أخطر صورها عند الانهيار العظيم الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية صباح يوم الاثنين الأسود في ١٩ تشرين الأول (أكتوبر) ١٩٨٧م، حيث قدرت الخسائر التي أصابت فقط المستثمرين في الأسهم في البورصات العالمية حينئذ بحوالي ٣٠٠٠ بليون دولار أمريكي، وكذلك ما حدث للأسهم الكويتية والخليجية المتداولة في سوق المناخ الكويتي حيث أدت عملية امتناع البعض عن الوفاء بالتزاماتهم المالية إلي إصابة السوق الموازية بالشلل التام، فأثر ذلك على البورصة الكويتية وانخفضت أسعار الأسهم بشكل عام انخفاضاً كبيراً للغاية.

٢/ مصادر المخاطر غير المنتظمة:

من أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة أخطاء الإدارة، ومخاطر الصناعة.

أ/ مخاطر الإدارة:

من الممكن أن تسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة اختلاف معدل العائد الفعلي علي معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة لأنها قد تحدث في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي.

ومن أوضح الأمثلة على اثر الأخطاء الإدارية ما حدث لشركة جنرال موتورز الأمريكية فهذه الشركة تتمتع بسمعة طيبة من حيث جودة منتجاتها وسلامة مركزها المالي، كما أنها معروفة بسمعتها الطيبة، وبجودة منتجاتها، وبإدارتها الناجحة.

وفي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلي منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة على أعمال الشركة إلي الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس، فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي Default Risk[1] .

---

(١) د/ محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٩.

ب/ مخاطر الصناعة:

وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، فمثلاً عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة لزبائنها ومموليها تتأثر بدرجة كبير بهذا الإضراب، وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب واستمر لمدة طويلة، فسيحدث ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة أيضاً [1].

المطلب الثالث: طرق قياس المخاطر:

تقاس مخاطر الاقتراح الاستثماري أي مدى تقلب تدفقاته النقدية بطريقتين الأولى بيانية والأخرى كمية.

أولاً: الأسلوب البياني لقياس المخاطر:

من الممكن وضع البيانات في صورة رسم بياني باستخدام الأعمدة، حيث يمثل المحور الرأسي احتمالات حدوث الظروف الاقتصادية، بينما يمثل المحور الأفقي التدفقات النقدية في ظل كل احتمال.

كقاعدة عامة تزداد المخاطر كلما زادت درجة تشتت (تقلب) التدفقات النقدية المصاحبة للتغيرات في ظروف الاقتصادية، يطلق على التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المشار إليها بالتوزيع الاحتمالي المنفصل حيث فصل ثلاثة احتمالات من بين عدد لا نهائي من الاحتمالات وقمنا بتمثيلها بيانياً. وكقاعدة عامة تزداد المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار كلما زاد تشتت النقط الممثلة علي المنحنى، أي كلما اتسع منحنى التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية كلما كانت درجة تشتت المنحنى المثل للتدفقات النقدية للاقتراح أقل من درجة تشتت التدفق النقدي لباقي الاقتراحات [2].

---

(١) هو أصل تحتفظ به المنشأة لتنمية ثروتها من خلال ما يتولد عنه من إيرادات من خلال التزايد في القيمة الرأسمالية لهذا الأصل، او من اجل حصول المنشأة المستثمرة علي منافع أخري وفيما عدا الاستثمارات العقارية.

(٢) هشام جبر، إدارة المصارف، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م، ص٢٣.

ثانياً: الأسلوب الكمي لقياس المخاطر:

يعطي أسلوب الرسم البيانات فكرة عن حجم المخاطر التي ينطوي عليها التدفق النقدي للاقتراح الاستثماري، غير أنه يفشل في تزويدنا بقياس دقيق لحجم هذه المخاطر، لذا المقترح استخدم أسلوب كمي حتى نتمكن من إجراء قياس دقيق لحجم المخاطر التي ينطوي عليها كل اقتراح[1].

يمكن أن نميز في هذا الصدد الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر الكلية (المخاطر العامة والمخاطر الخاصة والمخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة) وبين الأساليب الكمية التي تقيس المخاطر المنتظمة فقط.

أساليب قياس المخاطر الكلية:

المدى والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف من أهم الأدوات التي تقيس المخاطر الكلية وفيما يلي عرض مختصر لكل منها.

أ/ المدى:

يعتبر المدى Range أبسط مقياس كمي لقياس التشتت (المخاطر) وهو يمثل الفرق بين القيمة الكبرى وبين القيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة، فكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين، كلما كان ذلك إشارة إلي زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي[2].

ب/ الانحراف المعياري:

لا يعتبر المدى مقياس دقيق للمخاطر، إذا أنه لا يستخدم جميع المستويات المتاحة عن التدفق النقدي، بل يركز فقط على قيمتين فقط هما القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية ويتجاهل ما عدا ذلك.

لذا من المقترح استخدام أسلوب كمي بديل لتلافي هذه العيوب وهو الانحراف المعياري، ويأخذ الانحراف المعياري في الحسبان كافة التدفقات النقدية وكذلك احتمال حدوثها ويقيس انحراف القيم عن وسطها الحسابي

---

(١) زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، عمان: دار الصفاء للنشر، ١٩٩٨م، ص٤٠٠.

(٢) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م، ص٤١١.

أي انحراف كل مفردة من مفردات التدفقات النقدي ة عن القيمة المتوقعة للتدفقات.

يمكن تعريف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي على مربعات انحراف القيم[1] .

حيث (☒) تمثل الانحراف المعياري، (¯ ق) تمثل المتوسط الحسابي للتدفقات النقدية، أما ($ق_س$) فتمثل التدفق النقدي خلال الفترة س، وعلى هذا الأساس فكلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه انخفاض درجة خطورة المشروع والعكس صحيح.

ولكن هل يعتبر الانحراف المعياري للتدفقات النقدية مقياساً ملائماً لمخاطر في كل الظروف؟ إن استخدام الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولاً في حالة واحدة، وهي عندما تكون القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاقتراحات المعروضة متساوية، أما عندما تختلف القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، فإنه يكون من الصعب في بعض الأحيان الادعاء بأن الاقتراح الذي يتميز بصغير حجم انحرافه المعياري بالمقارنة مع اقتراحات أخرى هو أقلها تعرضاً للمخاطر[2] .

ج/ معامل الاختلاف:

إن معامل الاختلاف يزودنا بحجم المخاطر لكل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية، ولذا فإنه يأخذ في الحسبان القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل اقتراح، عند تقدير حجم المخاطر التي تنطوي على كل منهم[3] .

يتم حساب معامل الاختلاف ويرمز له بالرمز (ف) عن طريق قسمة الانحراف المعياري (☒) على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية[4] :

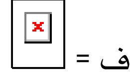
---

(١) هشام جبر، مرجع سابق، ص ص٣٠-٣١.

(٢) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الإسكندرية: الدار الجامعية الإبراهيمية، ١٩٩٩م، ص٢٤١.

(٣) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص٤١٢.

(٤) الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.

ف = 

ويفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطى فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة، نلاحظ أن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، وبالإضافة إلي ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين (مجموعة استثمار) تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المنوعة وينظر إليها كوحدة واحدة[1].

هناك حالتان لقياس المخاطر الأولى حالة التأكد من النتائج أو المعلومات أما الثانية فهي حالة عدم التأكد من النتائج.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد "المعلومات التاريخية":

إن الماطر في هذه الحالة تنشأ في عدم تجانس النتائج (العوائد) لذلك فهي تقاس بمقاييس التشتت، قد تثبت أن التباين هو أفضل المقاييس في هذه الحالة إذا كانت المتوسطات الحسابية لعوائد المشروعات المراد المفاضلة بينها متساوية، أما إذا كانت غير متساوية فالأفضل الاعتماد على معامل الاختلاف وهو مقياس للتباين النسبي لأن الاعتماد عليه يساعد في التغلب على صعوبة عدم تساوي المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها.

قياس المخاطر في حالة عدم التأكد من المعلومات:

نعني بما قياس المخاطر المستقبلية في هذه الحالة يختلف الوضع لو كانت الحالات المستقبلية غير متوقعة أي أنها غير معروفة بالضبط ولكن احتمال حدوثها معروف أو يمكن تقدير احتمال حدوثها في المستقبل أو بناء على تجربة المؤسسة في الماضي.

وعندما يتم استخراج القيمة المتوقعة لحدوث هذه الحالات واستعمال هذه القيم بدلاً من المتوسط الحسابي في معادلات التباين والانحراف المعياري

(١) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سابق، ص٢٤٢.

ومعامل الاختلاف أي أن المخاطر في هذه الحالة تتألف من عدم التأكد من حصول وتجانس العوائد [1] .

يري الباحث ان المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة لا يمكن التحكم في مصادرها بصورة نهائية بل يمكن إدارة هذه المخاطر وذلك بالعمل علي التنوع في الأنشطة الاقتصادية والصناعية وبتالي التنوع في المحفظة الاستثمارية وصولا إلى تقليل وتخفيض درجة المخاطر بصورة عامة سواء كانت المخاطر المنتظمة أو غير منتظمة.

يستنتج الباحث ان المخاطر المصرفية تمثل احتمالات مستقبلية قد تعرض المصارف الى حالات من الخسائر والإفلاس إذا لم يتم السيطرة والتحكم فيها، المخاطر المصرفية احتمالات تحقق الفشل في تحقيق العائد المتوقع والمخطط له، الالتزام بموجهات ومقرات البنك المركزي ومقررات بازل ١١ تمثل عاملا مهما في تخفيض درجة المخاطر المصرفية، تعبر إدارة المخاصر المصرفية عن المنهج العلمي للتعامل مع المخاطر المصرفية وذلك لاستنباط المؤشرات والمعلومات لتحديد حجم المخاطر ومراقبتها وقياسها واتخاذ القرار المناسب حيالها.

---

(١) الموقع الالكتروني: www.usere.EZ.documents.

الفصل التاسع
رقابة ومتابعة التمويل المصرفي

الضمانات الشرعية والمصرفية المناسبة للصيغ التمويلية وكيفية تفادي المخاطر:

عملية تقديم الضمانات وإن كانت عملية لاحقة من ناحية الإجراءات لمنح التصديق المصرفي إلا أنها مهمة جداً في اتخاذ قرار التصديق لأنها مهمة جداً في اتخاذ قرار التصديق لأنها تجعل المتخذ لهذا القرار مطمئناً لما قرر وصدق به، والضمان وسيلة قانونية وشرعية عرفها الإنسان منذ أول عهده بالتعامل النقدي إذ أنها من بديهياته، وقد أرشدنا عليها القرآن الكريم فأمر بتوثيق الدين بالكتابة ثم بغيرها فقال تعالى: **(وإن كنتم على سفر ولم تجدوا كاتبٌ فرهان مقبوضة فإن أمن بعضهم بعضاً فليؤد الذي أؤتمن أمانته)** صدق الله العظيم.

ومفهوم ومدلول اصطلاح (ضمانات) في لغة المصارف يعني ضمانات تنفيذ التعهد بالإيفاء لتقي الدائن خطر عدم الوفاء بالدين وتتيح له استيفاء حقه عند استحقاق بمعنى آخر فإن الضمان يعني:

تحمل الحق على من هو عليه والضمن في لغة المصارف يعين ضمان تنفيذ التعهد بالإيفاء لتقي الدائن خطر عدم الوفاء بالدين وتتيح لع استيفاء حقه عند الاستحقاق والضمان أيضاً يعني: ضم ذمة إلي ذمة أخرى في المطالبة بالحق، وقد يكون الحق دينياً أو عينياً أو نفسياً. هذا من ناحية ومن ناحية أخرى فإن أنواع الضمانات التي يقدمها العلاء وتقبل بها المصارف كثيرة ومتعددة وتختلف جودتها وقيمتها من نوع إلي آخر، هذه الضمانات على أنواعها وجودتها وضرورة توفرها لدى العميل يجب ألا تكون بديلاً عن حسن سمعة العميل وألا ينظر إليها بمعزل عن صاحبها لأن مفهومها تكميلي.

أنواع الضمانات ومميزاتها:

هنالك أساليب متعددة لتصنيف وتبويب أنواع الضمانات المصرفية المناسبة وذلك بناء على أهميتها وانتشار استعمالها والمميزات التي تقدمها للمصرف

سواء من ناحية قوة الضمان أو سهولة التصرف أو سرعة الإجراءات والتسييل لسهولة وتوضيح ذلك سوف أقوم بتقسيمها وشرحها حسب أهميتها وأكثرها استعمالاً لاسيما أن الشرع لا يمانع من أخذ الضمانات الكافية لاستيفاء الدين وخشية التعدي والتقصير والإهمال والخيانة.

الرهونات:

الرهونات باختلاف أنواعها هي الأكثر استعمالاً في المصارف وذلك لسهولة إجراءاتها وفعاليتها وثبات قيمتها.

تعريف الرهن:

الرهن لغة يعني الثبوت والدوام أو الحبس واللزوم ويتضح ذلك في قوله تعالى: (كل نفس بما كسبت رهينة) أي محبوسة.

أما الرهن شرعاً واصطلاحاً فهو يعني حبس شيء بحق يمن استيفاؤه منه أي جعل عين لها قيمة مالية في نظر الشرع وثيقة بدين بحيث يمكن أخذ الدين كله أو بعضه من تلك العين، والرهن مشروع بالقرآن والسنة والإجماع وذلك وفق قوله تعالى: (وإن كنتم على سفر ولم تجدوا كتاباً فرهان مقبوضة) صدق الله العظيم وفي السنة ظهرت شرعيته في الحديث (عن أنس قال: رهن رسول الله صلى الله عليه وسلم درعاً عند يهودي بالمدينة وأخذ منه شعيراً لأهله) وللرهونات أنواع عديدة نذكر منها:

الرهن العقاري:

الرهن العقاري إجراء قانوني يتم بموجبه منح الحق للمرهون له بتتبع العقار في أي يد تكون فيه ويمنحه أيضاً حق استيفاء دينه من ثمنه بالأفضلية على غيره من الدائنين العاديين أو التالين له في الرتبة من غير أن يؤدي إلي خروج العقار من حيازة المالك وتتم عملية الرهن بتسجيلها وتوقيعها في الدوائر العقارية الرسمية للدولة، والرهن العقاري من الصفات القانونية ما يكفي لحماية المرهون له (المصرف) وضمان استيفاء حقه في الوقت المناسب.

والرهن العقاري أنواه فهناك الرهن الأولي وفيه يستوفي الراهن حقه كاملاً بالأفضلية على أي دائن آخر، ويأتي بعده الرهن الثاني والثالث

وهكذا، بحيث يستوفي الراهن الثاني حقه بعد الأول بأفضلية عن الثالث، وهنالك إجراءات سابقة ولاحقة لعملية الرهن لابد من توافرها.

ضمان البضائع والمحاصيل أو (الرهن الحيازي على البضائع والمحصولات)

هذا النوع من الضمانات هو أكثر الأنواع فعالية بالنسبة للبنك وذلك لسهولة وسرعة تصريف البضائع عند الحاجة لذلك، وطبيعة هذه العميلة تكون لحفظ البضائع في مخازن البنك أو الشريك تحت إشراف البنك المباشر والكامل وتكون البضاعة مؤمنا عليها لدى شركة تأمين ضد الحريق و السرقة، وفي حالة المحاصيل يتم التخزين في الشونة أو الصومعة أو في حوش المصنع مع مراعاة وجود خفير مع التأمين عليها ضد الحريق والسرقة.

ولكي تكون البضاعة مقبولة لدى البنك يجب أن تكون من الصنف الجيد وغير قابلة للتلف وخالية من العيوب والأمراض والآفات وأن تكون سريعة التصريف والدوران وأسعارها مناسبة.

أنواع التخزين:

أنواع التخزين المتعارف عليها ثلاث أنواع نوضحها فيما يلي:

١. تخزين مباشر من الدرجة الأولى وفعلي.
٢. تخزين غير مباشر من الدرجة الثانية مثاله التخزين في الشئون وفي الجمالونات وحوش المعاصر وتخزين البلح.
٣. تخزين من الدرجة الثالثة بإيصالات وإقرارات يقة.

الرهن التجاري أو الحيازي لآلات ومعدات المصنع:

تتبع قيمة هذا الصنف من الرهونات من ضرورة تسجيله لدى مسجل الشركات وهو أفضل ما يكون في حالة الشركات المحدودة، وهذا الضمان إما أن يكون محدداً ويغطي جزءاً من الماكينات بعينها وإما أن يكون عائماً فيغطي جميع ماكينات المصنع، هذا ويجب مراعاة الآتي:

١. أن يكون لمقدم الرهن سجل تجاري وأن يكون الترخيص للمصنع وعقد الإيجار صادر باسم مقدم الطلب.

٢. أن يقدم العميل تفصيلياً بالآلات والمعدات موضوع الرهن مع بيان قيمتها من جهة رسمية أو معروفة معترف بها.
٣. أن تكون الآلات والمعدات ثابتة بالمحل لا يسهل تحريكها.
٤. يجب تسجيل الرهن بمكتب مسجل الشركات أو مكتب التسجيل التجاري الذي يوجد في أسم العميل في خلال مدة أقصاها واحد وعشرون يوماً حتى لا يفقد البنك حقه القانوني.
٥. كما يحبذ أيضاً تسجيل هذا الرهن لدى ديوان النائب العام ونشره في الغازيتة الرسمية لإعلان الرهن.

الرهن العائم على الجميع:

وهذا نوع جديد نسبياً من أنواع الرهونات وبموجبه يحصل المصرف على رهن قانوني على جميع موجودات شركة ما أو مؤسسة ما مملوكة حالياً أو مستقبلاً ولا يستطيع الزبون التصرف فيه بعد ذلك ويدخل هذا الرهن أو أي موجودات تمتلكها الشركة أو العميل بعد عمل هذا الرهن تلقائياً وتصبح مشمولة به. والضمانة العائمة على الموجودات أسلوب جديد استحدثته المصارف لتسهيل العمل وإعطائه مرونة أكبر في مجال العمليات المصرفية والضمانات ويسهل تطبيق هذا النوع من الضمانات في المشاريع الصناعية وبموجبه يتم الرهن على الأراضي والمباني التي يقوم عليها المشروع كما يتم رهن الآلات والمعدات وكذلك تكون المواد الأولية والمصنعة والسيارات وأي موجودات ثابتة في المشروع مرهونة تلقائياً لصالح المصرف.

الضمانات العينية:

الضمانات العينية كثيرة وهي تعني تحويل حق التملك في مادة ما إلي المصرف كضمانة للوفاء بالالتزام وتؤول ملكية هذه المادة إلي المصرف في حالة تخلف المدين عن الوفاء بالتزاماته والضمانات العينية التي أصبحت تقليدياً مقبولة كضمانات عيينة تتدرج تحت البنود التالية:

١/ المعادن الثمينة:

إيداع المعادن الثمينة كضمانة من أقدم أنواع الضمانات التي عرفها العمل المصرفي، وتتم هذه الضمانة بأن يقوم العميل بإيداع كمية من الذهب أو

الفضة أو البلاتين (وهذه أكثر المعادن الثمينة استعمالاً كضمانات) لدى المصارف باعتبارها ضمانات لعمليات استثمارية.

٢/ الأرصدة الدائنة:

تتم هذه الضمانة بحجز رصيد دائن للعميل المستفيد من التمويل ويعتبر هذا الضمان من أحسن أنواع الضمانات وأقلها تكلفة ومشاكل للمصرف وليس هنالك أي سبب يدعو للتحفظ في شأنها، كما يجب التأكد من أن الرصيد المحجوز كضمانة حر وليس محجوزاً أو مرهوناً لأي جهة أخرى تفادياً للمشاكل.

٣/ ضمانة الأوراق المالية:

كما هو معلوم فإن الأوراق المالية تشمل الأسهم بمختلف أنواعها والصكوك وغيرها تصلح لأن تكون ضماناً لبعض العمليات الاستثمارية بعد التأكد من أنها تعود لشركات جيدة مالياً وإدارياً وأدبياً وإنها متداولة في الأسواق وأن عملية البيع والتصرف بهذه الأسهم سهلة وممكنة.

أصناف أخرى من الضمانات:

١/ الضمانة الشخصية:

الضمانة الشخصية تعني شخص أو أشخاص بالقيام بالسداد نسابة عن العميل الآخذ للعمليات الاستثمارية عند الاستحقاق في حالة تخلفه عن السداد، وشيوع هذا النوع من الضمانات إلي قوة الروابط الشخصية والعائلية، ويحصل المصرف عل هذه الضمانة بالإضافة إلي ضمانة العميل الشخصية ذاته وهي تعني: ضم ذمة الضامن إلي ذمة المضمون عنه في التزام الحق فيثبت في ذمتها معاً وهي جائزة شرعاً وفق قوله تعالى: (ولمن جاء بع حل بعير وأنابه زعيم) والزعيم تعني الكفيل.

٢/ كفالة الطرف الثالث الرسمية:

وهذا النوع من الضمانات عبارة عن تعهد أو التزام بالوفاء صادر عن شخص اعتباري، وأهم هذه الكفالات ما أن يكون صادراً منها عن الدولة أو إحدى مؤسساتها أو مؤسسة دولية لاشك أن هذا النوع من الضمانات يكون مقبولاً في ظل الظروف الطبيعية.

٣/ الضمانة المصرفية:

وبالضمانة المصرفية نعنى خطابات الضمان المصرفية وهي من أفضل الضمانات الموجودة وأقل إشكالاً عند السداد والضمانة المصرفية (خطاب الضمان) وهو تعهد مكتوب وصريح صادر من البنك بقبوله دفع مبلغ معين عند الطلب لصالح المستفيد الصادر لصالحه الخطاب، فهي ضمانة جيدة ومعروفة عالمياً بالرغم من أن بنك السودان أوقف التعامل بها كضمانة للعمليات الاستثمارية.

كل الضمانات المذكورة أعلاه تصلح لأن تكون ضماناً للعمليات الاستثمارية مع مراعاة كل حالة وما يناسبها من ضمانة.

بهذا أصل إلي خاتمة هذا البحث راجياً من الله العلي القدير أن يجعله في ميزان حسناتي إن أصبت وأن يغفر لي إن أخطأت.

الديون المتعثرة:

تعتبر مشكلة الديون المتعثرة من المشاكل الرئيسية التي تواجه البنوك، إن تعرض البنوك لمشكلة حقيقية في مجال التمويل من شأنه زعزعة الثقة بالقطاع المصرفي جميعه لأن الآثار الناجمة عن مثل هذه المشاكل لا تنحصر في إطار البنوك المتعثرة وحدها وإنما تتعدها لتصيب بقية وحدات القطاع المصرفي في الدولة والنظام الاقتصادي كله.

وتتفاوت حدة هذه المشكلة من بلد إلي آخر ومن بنك إلي آخر ضمن الدولة الواحدة، وكذلك تتفاوت حدة هذه المشكلة من وقت إلي آخر سواء على مستوى البنك الواحد أم على مستوى القطاع المصرفي بشكل عام.

على الرغم من أن التمويل المصرفي تحكمه عادة سياسات ومعايير تهدف إلي الحد من المخاطر التمويلية المحتملة، إلا أنه من الناحية العلمية لا يمكن لأي بنك أن يصل إلي درجة تنعدم فيها هذه المخاطر لديه لأن التمويل المصرفي يكون مصحوباً دائماً بالمخاطر.

وبما أن كلاً من البنك والعميل يعملان في إطار بيئة خارجية محيطة بهما فإن التغيرات التي تحدث في هذه البيئة تدخل طرفاً ثالثاً من الأطراف المسببة للتعثر، ولذا يمكن تقسيم أسباب تعثر التمويل إلي ثلاث مجموعات:

أولاً : أسباب متعلقة بالعميل.

ثانياً : أسباب متعلقة بالبنك.

ثالثاً : أسباب أخرى متعلقة بالبيئة الخارجية.

آثار عدم استرداد التمويل:

- آثار عدم الاسترداد على المصرف.
- آثار عدم الاسترداد على العملاء.
- آثار عدم الاسترداد على الاقتصاد.

المتابعة والرقابة الداخلية للتمويل:

١. ضوابط وإجراءات منح التمويل.
٢. مبادئ ومعايير التمويل.
٣. تحليل القوائم المالية لأغراض التمويل.
٤. الهيكل التنظيمي كأسلوب للرقابة.
٥. مراجعة النشاط الاستثماري.

١/ ضوابط وإجراءات منح التمويل:

- جمع المعلومات.
- مصادر المعلومات.
- لجنة الاستثمار بالفرع.
- التصديق بالتمويل.
- تنفيذ التمويل.
- مرجعيات التمويل.

أسس وضوابط منح التمويل المصرفي:

- المستندات السابقة للتمويل.
- طلبات تمويل ترفع لبنك السودان.
- تمويل صغار المنتجين والمهنيين وذوي الدخل المحدود.
- تمويل قطاع تشييد وشراء العقارات للأغراض السكنية والتجارية.
- ضوابط تمويل الصادر.

- تمويل السلع بغرض التجارة المحلية.

٢/ المبادئ العامة للتمويل المصرفي:

- كفاية التمويل.
- توجيه التمويل.
- تكلفة التمويل.
- إنسانية التمويل.

أسس منح التمويل:

١- توفر الأمان لأموال المصرف.

٢- تحقيق الربح.

٣- السيولة.

معايير منح التمويل:

١- الشخصية.

٢- القدرة.

٣- ملاءة العميل المقترض.

٤- الضمان.

٥- الظروف المحيطة.

العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار التمويل:

١. العوامل الخاصة بالعميل.

٢. العوامل الخاصة بالمصرف.

٣. العوامل الخاصة بالتمويل المطلوب. ويمكن حصرها:

٤. الغرض من التمويل.

٥. نوع التمويل المطلوب.

٦. مبلغ هذا التمويل.

تقييم الجدارة التمويلية:

قبل منح التمويل يتعين التأكد من كفاية المقومات التمويلية وذلك بإتباع الخطوات التالية:

يتم التعرف على مخاطر التمويل للعميل من خلال تحليل عناصر الجدارة الخاصة به والتي تنقسم إلي عناصر مالية وعناصر غير مالية بالنسبة للعناصر المالية فيتم التعرف عليها خلال مؤشرات مالية هي:

- مؤشرات السيولة.
- مؤشرات الهيكل التمويلي.
- كفاية النشاط.
- نسب الربحية.
- نسب النمو السنوي.

أما بالنسبة للعناصر غير المالية فهي متمثلة في:

- معرفة المشروع وإدارته.
- الاستعلام عن العميل وحجم المعلومات.
- الزيادة الميدانية.
- طبيعة العملية المطلوبة تمويلها.
- معاملاته السابقة بالجهاز المصرفي.
- الضمانات.
- أي معلومات أخرى.

تحديد إدارة كل مصرف درجات معيارية تفاضلية لعناصر تقييم الجوانب المالية وغير المالي لكل نشاط من الأنشطة الرئيسية المختلفة وذلك من خلال تحليل عينة مناسبة من عملاء البنك المنتظمين والحصول على متوسط أداء العينة ويتم مراجعة تلك المعايير سنوياً.

بالنسبة للعملاء الجدد ولعدم توفر سجل للدراسة يمكن الاسترشاد بالمعايير التي تعطي للعملاء الذين منحوا تمويل للفترة من سنة إلي ٣ سنوات..

الهيكل التنظيمي كأسلوب للرقابة:

مرشد الاستثمار:

الاستثمار يعني التوظيف الأمثل لموارد البنك وفقاً للمفاهيم الإسلامية للأنشطة الاقتصادية المختلفة ويمثل هذا التوظيف عماد العمل المصرفي.

أهداف السياسة الاستثمارية:

١. تحقيق العائد من العمليات الاستثمارية بموجب الربط المحدد في الموازنة.
٢. تحقيق التوازن في منح التمويل للفروع بما يسهم في التنمية المحلية بالأقاليم المختلفة.
٣. توزيع التمويل علي كافة القطاعات والأنشطة والمجالات ذات الأولوية لتقليل المخاط.

إدارة الاستثمار – بالرئاسة:

١/ المهام:

- القيام بوضع السياسة الاستثمارية.
- تسويق الخدمات التمويلية.
- إعداد الضوابط المنظمة علي أساس الموجهات العامة للسياسة التمويلية الصادرة من البنك المركزي.
- عمل الدراسات والتصديقات.
- المتابعة وتوزيع الصلاحيات.
- الإحصاء وجمع المعلومات.
- إعداد الخريطة الاستثمارية حسب المواقع الجغرافية للفروع.

أقسام الإدارة:

تنظيم أداة الاستثمار بالرئاسة عمليات توظيف موارد البنك من خلال ثلاثة أقسام:

- قسم السياسات والدراسات والتصديقات.
- قسم المتابعة.
- قسم الإحصاء والمعلومات.
- قسم السياسات والدراسات والتصديقات:

مهام هذا القسم:

- وضع أهداف وخطة إدارة الاستثمار.

- وضع خطة تسويق الخدمات التمويلية.
- إعداد الضوابط المنظمة للعمليات الاستثمارية.

متابعة التغيرات السياسية العامة ومنشورات البنك المركزي فيما يلي:

- يختص بالنشاط الاقتصادي والمصرفي لضمان موضع التنفيذ.
- جمع المعلومات عن العملاء وتحليلها ودراسة الطلبات .... من الفروع.
- الاستعلام عن العملاء بالوسائل المتوفرة والاستشارة التقنية والفنية في حالة المشروعات.
- دراسة الطلبات المرفوعة للتأكد من استيفائها لكل الجوانب المطلوبة والتوصية بشأنها ورفعها للجهة المختصة حسب الصلاحيات.
- نقل القرار إلي الفروع.
- تشجيع الفروع لإعداد دراسات لمشاريع استثمارية وترويجها.

قسم المتابعة:

مهام هذا القسم:

- الإشراف والمتابعة من خلال الرواجع والتقارير الدورية لكل العمليات الاستثمارية.
- متابعة أحوال العملاء والمتغيرات عبر كافة الوسائل واتخاذ الإجراءات الوقائية.
- عمل الزيارات الميدانية للفروع ومواقع العمليات التمويلية لرصد الأداء وتنفيذ الضوابط وتشجيع الفروع لاستقطاب موارد العملاء الممتازين.
- حصر التأخير في السداد وبيان الأسباب ومتابعة إجراءات تحصيل الديون المتغيرة.

قسم الإحصاء والمعلومات:

مهام هذا القسم:

- القيام بإعداد الإحصائيات حول النشاط الاستثمار وبيان الموقف المالي ورفعها للإدارة العامة.

- إعداد موقف الموارد والسقوفات.
- إعداد الرواجع الدورية للبنك المركزي.
- تحليل الإحصائيات الخاصة بالتمويل وإعداد التقارير بموقف التمويل القائم والتعثر ورصد العائد علي العمليات الاستثمارية.

لجان الاستثمار:

حسب قراءة مجلس الإدارة بالتنسيق مع الإدارة التنفيذية للبنك تشكل لجان الاستثمار ويحدد أعضاءها والضوابط المحددة والصلاحيات وتنقسم هذه اللجان كما يلي:

- اللجنة الإدارية.
- اللجنة التنفيذية.
- لجنة الاستثمار – الرئاسة.
- لجنة الاستثمار – الفرع.
- ما زاد علي صلاحية اللجنة الإدارية ترفع لمجلس الإدارة.

مراحل وخطوات منح التمويل:

١/ بالفرع:

استلام طلب العميل محدداً فيه مبلغ التمويل والغرض والمدة وصيغة التمويل مفوضاً البنك بخصم المصاريف من حسابه الجاري بتوقيعه المعتمد مشفوعاً معه المستندات المؤيدة والضمانات.

مطابقة توقيع العميل ومراجعة المستندات للتأكد من استيفائها للشروط والضوابط للسياسة التمويلية والشرعية. تصديق مدير الفرع بالتأشير علي الطلب لإجراء الدراسة. يقوم موظف قسم الاستثمار بالفرع بكتابة بيانات الطلب في سجل الطلبات وإعداد الدراسة حسب نموذج استمارة التمويل رقم....... تشمل دراسة الطلب للمشروع المقدم للتأكد من استيفاء الجوانب المطلوبة بنموذج الدراسة الموحدة والتوصية بشأنها ورفعها للجهة المختصة حسب الصلاحيات. في حالة صلاحية الفرع يكتب أعضاء لجنة الاستثمار بالفرع رأيهم في الجانب المخصص لكل عضو مع التوقيع. باتخاذ قرار إخطار

العميل كتابة بالقرار بالتصديق للحضور لتكملة الإجراءات. في حالة الطلبات التي تفوق صلاحية لجنة الفرع ترفع الدراسة والتوصية للرئاسة.

٢/ بالرئاسة:

تقوم الرئاسة باستلام الطلبات المرفوعة إليها وتسجيلها في السجل الخاص والقيام بالاتي:

- مراجعة دراسة الفرع والتحقق بإكمال الجوانب المطلوبة.
- تقييم المستندات المرفقة وإجراء الاختبارات للميزانيات والقوائم المالية وصحة النسب القياسية لمشروع الطلب ودراسة الجدوى وقياسه ووزنه حسب توجيهات وضوابط السياسة التمويلية الصادرة من بنك السودان والسياسة الاستثمارية للبنك وإحكام الرقابة الشرعية وكتابة التوصية بشأنها ورفعها للجهة المختصة بالتصديق.
- الجهة المختصة بعد المراجعة والتأكد من اكتمال الدراسة تصدر قرارها.

تقوم وحدة التصديقات باستلام القرار وتسجيله في السجل الخاص ونقله بخطاب موقع من إدارة الاستثمار وعلي أن يشمل الخطاب الأتي:

- مرجع القرار ورقمه وتاريخ اجتماع اللجنة.
- اسم العميل.
- المبلغ المصدق.
- الصيغة.
- فترة التمويل.
- هامش الأرباح.
- نسب المشاركة وهامش الإدارة (في حالة المشاركة).
- الضمانات.
- أي شروط أخري.

خطوات التنفيذ:

يقوم قسم الاستثمار بالفرع بعد استلام قرار التصديق من اللجان المختصة بالإجراءات التالية لتنفيذ التمويل:

- تسجيل محتويات خطاب قرار التصديق في سجل التصديقات تحت التنفيذ.
- إخطار العميل للحضور لتكملة الإجراءات.
- فتح ملفين للتمويل.

أ/ الملف الأول يسمي الملف العام MASTER للعميل تحفظ فيه المستندات الدائمة مثل (الضمانات – صور مستندات – فتح الحساب الجاري – التفويضات... الخ)

ب/ ملف التمويل OPERATION FILE تحفظ فيه مستندات التمويل المنفذ وتشمل:

- الطلب.
- المستندات المؤيدة لمشروع الطلب.
- الدراسة.
- المكاتبات.
- التصديقات.
- عقودات واستثمارات التنفيذ.
- حوافظ القيود المحاسبية.

٤/ اخذ الضمانات المطلوبة وشيكات أقساط السداد.

رابعاً: مراجعة النشاط الاستثماري:

أولاً: المرجعيات الأساسية:

- الاطلاع علي الخطة التمويلية
- السياسة التمويلية
- لائحة ضوابط التمويل
- لائحة التمويل أو مرشد التمويل
- المرشد الفقهي
- اللائحة المالية ولائحة المشتريات
- المنشورات و الاوامر الصادرة من الإدارة
- السقوفات التمويلية

- التفويضات المالية
- نماذج العقودات
- نماذج الرواجع الدورية
- مراجعة المستندات.
- طلب العميل وفق النموذج.

ج- كفاية الدراسات المتعلقة بالعميل والعميلة

د- شهادات خلو طرف.

هـ - مراجعة العقد – الميزانيات العمومية

و- وجود الفواتير المعززة.

ز- التصديق في حدود درجة الصلاحية.

ح- وجود شهادات التأمين للمرهونات.

ط- دراسة الضمانات وكفايتها.

ي- زيادة المخازن وجرد البضائع.

٥/ مراجعة عمليات التحصيل.

- إخطارات السداد للعملاء.
- الإجراءات للمختلفين عن السداد.

ج- مطابقة أرصدة حسابات العملاء مع الميزانية.

د- متابعة الإجراءات القانونية.

٦/ مراجعة الاستثمار المباشر:

- وجود تصديق من الجهة المختصة.
- فحص كامل للعمليات وليس عينة.

ج- جرد فعلي للبضاعة.

د- مراجعة لائحة المشتريات.

ثانياً: المراجعة المحاسبية للنشاط الاستثماري:

- مراجعة النشاط في إطار مراجعة عناصر المركز المالي.
- مطابقة الأستاذ المساعد مع الأستاذ العام.
- مطابقة أرصدة بعض الملفات مع الأستاذ المساعد.

- مراجعة عائدات التمويل.
- رصد شيكات الضمان وفق النظام المحاسبي.

ثالثاً: الأخطاء الشائعة:

- عدم التقيد بالمنشور رقم ٢٠٠٦/٣ الخاص بأسس وضوابط منح التمويل المصرفي.
- بيانات العقود الخاصة بالمرابحات غير مكتملة (الشهود – أرقام الشيكات- التوقيعات – سعر البضاعة – وصف البضاعة – الأرباح).
- لاتستخرج شهادات بحث جديدة العقارية عند كل تمويل.
- مفاتيح المخازن تكون طرف العميل في بعض الفروع عند التخزين المباشر.
- معظم الفروع لا تحتسب الإرباح صحيحة عند سداد المرابحات.
- عدم الالتزام بالأسس السليمة للتخزين من حيث تنظيم المخازن وعدم وجود كروت تخزين ولافتات وعدم الاحتفاظ بسجل البضائع.
- مخالفة بعض الفروع لتصديقات الإدارة باستبدال الضمان والسلع المشتراه.
- عدم استغلال المبالغ المصدقة للفرع للاستثمار وعدم توزيع مبالغ التمويل لتغطي كل القطاعات والصيغ المختلفة.
- عدم تحصيل شيكات سداد في تاريخ الاستحقاق والتراخي في اتخاذ الإجراءات القانونية.
- عدم تأمين المرهونات من العملاء خاصة البضائع والعربات والآليات المأخوذة وعدم متابعة انتهاء سريان بوالص التأمين والعمل علي مدها في حالة فشل العميل في السداد.
- عدم وجود شهادات تقييم من جهات الاختصاص للضمانات.
- منح التمويل قبل اكتمال إجراءات الضمانات واستبدال الضمانات بدون أخذ تصديق من الإدارة خاصة السلع والمرهونات العقارية.

مبادئ لجنة بازل لإدارة مخاطر التمويل:

يعتبر ضعف وشروط التمويل، ضعف إدارة محافظ التمويل، عدم الاهتمام الكافي بالتغيرات في الظروف الاقتصادية والبيئة المحيطة بالعملاء من العوامل الرئيسية التي تؤدي إلي نشوء مخاطر التمويل.

تعرف مخاطر التمويل باحتمال فشل العميل في الوفاء بالتزاماته وفقاً للشروط المتفق عليها.

مصادر مخاطر التمويل: بنود داخل وخارج الميزانية، السجل المصرفي والسجل التجاري، بينما تشمل أدوات التمويل: الاعتماد، القبول، عمليات المتاجرة، عمليات بين المصارف، عمليات النقد الاجنبي، المشتقات المالية والتعهدات. هدف إدارة مخاطر التمويل: تحقيق السلامة المصرفية وتعظيم معدل العائد.

تعتبر مخاطر التمويل من المخاطر الرئيسية التي تواجه المصارف وهذا يتطلب من المصارف والجهات الرقابية وضع أسس وضوابط وإجراءات سليمة لإدارة عمليات التمويل والاحتفاظ برأس مال كافي لمقابلة الخسائر المحتملة.

وضعت لجنة بازل مجموعة من المبادئ "١٧ مبدأ" لضمان الإدارة السليمة لمخاطر التمويل.

تغطي المبادئ خمسة مجالات هي:

أ- تهيئة البيئة المناسبة لإدارة مخاطر التمويل (١- ٣) Appropriate Environment

ب- إجراءات وشروط منح التمويل (٤- ٧) Sound Lending Criteria

ج- إدارة عمليات التمويل، القياس والمراقبة (٨- ١٣) Administration, Measurement and Monitoring

د- كفاية نظم الضبط لإدارة مخاطر التمويل (١٤- ١٦) Adequate Control

ه- دور السلطة الرقابية (المبدأ١٧) Supervisory Role

تأسيس بيئة سليمة لمنح التمويل المصرفي:

دور فعال لمجلس الإدارة يتمثل في:

- الإشراف علي عمليات منح التمويل وإدارة مخاطر التمويل.
- الموافقة علي إستراتيجيات البنك وسياساته وخطط منح التمويل وإدارة مخاطره والتأكد من شمولها والعمل علي مراجعتها بصفة مستمرة.
- الموافق علي أسس وضوابط التمويل.
- التأكد من كفاية رأس المال.
- تبليغ إستراتيجية البنك وسياسته لكافة العاملين بالبنك.
- التأكد من كفاءة الإدارة بتنفيذ السياسات ومدي التزامها بالتوجيهات المجازة بواسطته.

دور فعال للإدارة التنفيذية:

يتمثل دو الإدارة التنفيذية في:

- مسئولة من كافة الإستراتيجيات والسياسات والخطط الخاصة بالتمويل المصدقة من المجلس.
- مسئولة من تطوير سياسات وإجراءات إدارة المخاطر من حيث التحديد، القياس، المتابعة، السيطرة.
- توزيع المسئوليات والواجبات بصورة سليمة.
- تبليغ السياسات لكافة العاملين بالمصرف والعمل علي مراجعتها.
- الفهم الكافي لتطورات عولمة النشاط المصرفي وطبيعة المخاطر القطرية وانتقال المخاطر.

شمولية إجراءات إدارة مخاطر التمويل:

تعتمد فعالية إدارة مخاطر التمويل علي شمولية سياسات البنك وإجراءاته لتحديد كافة أنواع مخاطر التمويل في كل المنتجات والأنشطة المصرفية. الفهم الكافي لمخاطر العمليات المعقدة (المشتقات) وتوفر إجراءات وضوابط كافية للمنتجات والأنشطة الجديدة بعد إجازتها من قبل مجلس بالإضافة إلي الفهم والتحليل الجيد للمنتجات المعقدة مثل المشتقات المالية والخيارات.. الخ قبل إدخالها.

التأكد من كفاءة العاملين في تنفيذ العمليات وفقاً للإجراءات السليمة. أن يعمل البنك وفقاً لأسس وضوابط سليمة وواضحة لمنح التمويل المصرفي وضع ضوابط كافية لضمان سلامة التمويل. الحصول علي كافة المعلومات لتقييم المخاطر تشتمل علي:

معرفة العميل ومركزه المالي، الغرض من التمويل ومصادر السداد، السمعة، النزاهة، التزاماته، تاريخه، مقدرته علي السداد، وضعه القانوني، خبرته التجارية، الظروف المحيطة بنشاطه، سلامة وكفاية الضمانات.

إجراءات لتصنيف العملاء وفقاً لعلاقاتهم (إدارية، ملكية، أسرية...) تحليل المخاطر ومعدل العائد في المحافظ الاستثمارية. إجراءات لتكوين المخصصات للخسائر المحتملة وراس مال كافي للخسائر غير المتوقعة. وضع حدود قصوى للتمويل للعميل الواحد أو المجموعات المرتبطة تشمل العمليات المصرفية والتجارية داخل وخارج الميزانية. وضع ضوابط وإجراءات للتصديق علي التمويل الجديد أو تمديد التمويل.

توفير دليل للإجراءات (للمعلومات والتصديق والموافقة...الخ) قيام المراجعة الداخلية بالتأكيد من سلامة إجراءات التصديق. الاعتماد علي محللي ائتمان ذوي كفاءة وخبرة جيدة لضمان سلامة القرارات. الحصول علي كافة المعلومات والمستندات الضرورية ومراجعة وتعديل الشروط السابقة.

يجب أن يتم أي تمديد للتمويل في إطار الضوابط الموضوعة، خاصة التمويل للجهات ذات العلاقة والتي يتوجب متابعتها بصورة لصيقة واتخاذ كافة الإجراءات لتقليل مخاطرها:

- وضع إجراءات وضوابط سليمة لمنح تمويل للجهات ذات العلاقة.
- المتابعة اللصيقة (فرض قيود صارمة، إخضاع التمويل الكبير إلي موافقة مجلس الإدارة ورفع تقارير أذا تطلب الأمر عنها إلي السلطة الرقابية).

إدارة التمويل:

سلامة طرق القياس والمتابعة المستمرة. وضع نظام لإدارة كافة عمليات التمويل. إدارة التمويل من العناصر الأساسية للمحافظة علي السلامة

المصرفية. في سبيل المحافظة علي عمليات التمويل تقوم إدارة التمويل بالوظائف التالية: تجديد ملفات العملاء، تجديد البيانات المالية وتجديد المعلومات حول الضمانات، إرسال ملاحظات التجديد وتجهيز كافة المستندات الضرورية بما فيها تحضير عقودات التمويل.

لتفعيل إدارة التمويل يجب مراعاة (كفاءة وفعالية عمليات التمويل، الشفافية، كفاية الضوابط. الالتزام التام بالسياسات والإجراءات واللوائح والنظم الخاصة بالتمويل.

وضع نظام لمتابعة حالة التمويلات الفردية والتأكد من كفاية المخصصات تشمل علي مدي كفاية المخصصات والاحتياطات ويتطلب هذا توفر إجراءات شاملة ونظام معلومات جيد، يشتمل نظام المتابعة الفعال علي إجراءات تتعلق بفهم الموقف المالي الحالي للعميل، التأكد من تنفيذ التمويل وفقاً للضوابط، متابعة استخدامات خطوط الائتمان المصدقة، التأكد من كفاية التدفقات النقدية من التمويل.

تطوير واستخدام نظم التصنيف الداخلي للعملاء في إدارة مخاطر التمويل علي أن يتوافق نظام التصنيف مع طبيعة وحجم ودرجة تعقيد أنشطة المصرف. (يساعد في تحديد درجة التركيز الديون المتعسرة وكفاية المخصصات ويساعد في إجراءات المتابعة والمراقبة) علي أن تراجع هذه التصنيفات دورياً، التأكد من دقة التصنيفات، أي تراجع في التصنيف يجب أن يخضع إلي إشراف ومراقبة لصيقة، (مثل الزيارة المستمرة وإعداد التقارير وإطلاع الإدارة عليها).

أن تتوفر للمصرف نظم معلومات والآليات لقياس المخاطر في داخل وخارج الميزانية إضافة إلي نظم معلومات إدارية فعالة تساعد في تحديد التركيزات في المحفظة، يجب أن يشتمل قياس المخاطر علي طبيعة التمويل وحالته، حجم التمويل وعلاقته بتحركات السوق، الضمانات، التصنيف الداخلي للمخاطر.

نظم المعلومات من العناصر المهمة جداً لتزويد الإدارة بكافة المعلومات التي تمكنها من التقييم السليم للمخاطر ومتابعة السقوفات وتركيزات

المحفظة. أن يتوفر للمصرف نظام متابعة كل مكونات المحافظ المختلفة لعمليات الائتمان وتقييم درجة جودتها ومتابعة مخاطر التركيز.

من أهم المخاطر التي تهدد محافظ التمويل هي مخاطر التركيز وتشمل أنواع التركيز:

التمويل للعميل الواحد للجهات ذات العلاقة، صناعة معينة أو قطاع معين، إقليم جغرافي معين، دولة واحدة أو مجموعة دول ذات اقتصاديات مترابطة، نوع معين من التمويل، نوع معين من الضمانات، فترة استحقاق واحدة.

عند تقييم التمويل (علي أساس المحفظة والإفراد) يجب الأخذ في الاعتبار التغيرات المستقبلية المتوقعة في الظروف الاقتصادية فهم العلاقة بين المخاطر المستقبلية جيداً، إجراء تحاليل واختبارات الضغط لمعرفة تقييم أثر التغيرات السالبة علي مخاطر البنك ومقدرة البنك علي مجابهتها ومن أهم عوامل Stress Testing (تدهور الصناعة، أحداث الأسواق المفاجئة، حالة السيولة).

وضع ضوابط كافية لمخاطر التمويل.

يجب أن تتوفر للبنك آلية مستقلة وتعمل باستمرار لمراجعة عمليات التمويل، ويجب رفع ملاحظات ونتائج المراجعة مباشرة لمجلس الإدارة التنفيذية (تزويد مجلس الإدارة التنفيذية بالمعلومات الكافية عن الأداء وجودة المحافظ والالتزام بالسياسات والإجراءات وسلامة تصنيف المخاطر).

يجب علي البنك التأكد من سلامة تنفيذ وظيفة منح التمويل وأن حجم المخاطر يتناسب مع المعايير الوقائية والحدود الداخلية الموضوعة.

وهذا يتطلب توفر ضوابط وحدود داخلية لحجم التمويل لضمان عدم تجاوز التمويل للحدود المقبولة مما يساعد في تحقيق إدارة سليمة للتمويل والالتزام بسياسات منح التمويل للمصرف.

ضوابط كافية لإدارة مخاطر التمويل:

- يجب أن يكون للمصرف نظاماً لإدارة الديون المتعثرة أو أي تمويل توجد به مشكلة.
- أي تدهور في جودة التمويل يجب تحديده في وقت مبكر.

- يجب أن تحدد سياسة البنك الجهة المنوط بها متابعة الديون المتعثرة (إدارة التمويل أو قسم متخصص في البنك).

دور السلطة الرقابية:

- التأكد من فعالية المخاطر.
- إجراء تقييم مستقل لاستراتيجيات وسياسات وإجراءات التمويل بالمصارف.
- وضع حدود قصوى لمنع مخاطر التركيز والعمل مع إدارة المصرف لمعالجة أي قصور أو اختلال.

نظام تقييم المصارف (CAMEL)

المقدمة

يتعرض العمل المصرفي للعديد من المخاطر التي تتعلق بطبيعة مصادر الأموال واستخداماتها، وقد تنشأ هذه المخاطر من عوامل داخلية ترتبط بنشاط وإدارة البنك، أو عوامل خارجية نتيجة تغير الظروف التي يعمل في إطارها البنك، ولهذا تتحوط البنوك لهذه المخاطر بعدة وسائل من أهمها تدعيم رأس المال والاحتياطات أي كفاية رأس المال بما يتناسب مع المخاطر التي تتعرض لها استخدامات البنك.

أهم المخاطر المصرفية:

- مخاطر التمويل.
- مخاطر أسعار الصرف.
- مخاطر السيولة.
- مخاطر القدرة علي الوفاء بالالتزامات.

مخاطر التمويل:

وهي المخاطر الناتجة عن عدم قدرة المتعامل معه علي الوفاء بالتزامات بسبب تراجع مركزه المالي أو تخلفه عن السداد " فمخاطر التمويل – أقدم مخاطر بالنسبة للبنك – وهي النتيجة الفعلية لمخاطر متعددة الأبعاد – وهي المخاطر الأكثر شيوعاً من بين كل المخاطر التي لا تزال قياسها الكمي صعباً للغاية " والتعامل مع هذه المخاطرة والتقليل منها يراعي ما يلي:

- عدم تركيز التمويل سواء في قطاع معين أو اشخاص معينين.
- وجود إدارة تمويلية رشيدة.
- تشديد عمليات متابعة التمويل ومراقبة المخاطر أولاً بأول.
- الالتزام بقواعد وضوابط منح التمويل الصادرة عن السلطة النقدية والبنك.
- أن تكون أرصدة المخصصات كافية لمقابلة الديون الشكوك فيها.

مخاطر أسعار الصرف:

وهي المخاطر التي قد تنشأ نتيجة التقلبات أو التغيرات العكسية المحتملة في أسعار صرف العملات أو في مراكز العملات التي يتم الاحتفاظ بها، فإذا كان البنك يحتفظ بموجودات من عملة معينة أكثر من المطلوبات من نفس العملة فإن الخطر يكمن في انخفاض سعر الصرف، وإذا كان العكس أي أن البنك يحتفظ بمطلوبات من عملة معينة أكثر من الموجودات فإن الخطر يكمن في ارتفاع أسعار الصرف لهذه العملة.

مخاطر السيولة:

وهي المخاطر الناتجة عن عدم قدرة البنك على الحصول على الأموال اللازمة عند الحاجة إليها بسبب عدم التطابق في التدفقات النقدية الناتجة عن عمليات السوق النقدي (الإقراض والاقتراض) بالنظر إلى الفجوة الموجودة بين موعدي الاستحقاق لمصادر الأموال واستخدامها، عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية والمراكز المحتفظ بها من تلك العملات وتظهر هذه المخاطر بشكل حاد إذا كانت العملات المتعلقة بالمراكز صعبة التسويق أو أن تسويقها في الوقت الحالي سيعرض البنك للمخاطر.

من هنا تبرز الحاجة لملاقاة مخاطر السيولة من خلال الآتي:

١. توظيف الأموال بما يتناسب وآجال الودائع المحتفظ بها.

٢. مراعاة أن تكون التدفقات النقدية الداخلة تقابل التدفقات النقدية الخارجة للعملات بشكل مناسب مما يستدعي تخطيطاً سليماً لهذه السيولة.

مخاطرة القدرة على الوفاء بالالتزامات:

وتعرف هذه المخاطرة بعدم قدرة البنك على تغطية الخسائر المتولدة من كافة أنواع المخاطر الأخرى وذلك من خلال كفاية رأس المال

فالمستوى الأدنى المطلوب من رأس المال هو دالة للمخاطر التي يتعين تغطيتها، لذلك فإن القضية الأساسية المتصلة بكفاية رأس المال هو في تحديد المستوى الملائم منه اللازم لمقابلة هذه المخاطر

وفي هذا السياق تعتمد السلطات النقدية بشكل عام مقررات لجنة بازل فيما يتعلق بكفاية رأس المال، وإن التحدي الرئيسي الذي يواجه إدارة تلك المخاطر هو في تطبيق المقاييس الكمية التي قررتها اللجنة لتحديد وضبط رأس المال الكافي الذي يتفق مع المستوى المطلوب لاستيعاب الخسائر المحتملة المولدة من تلك المخاطر.

مقومات نظام التقييم المصرفي Camels:

لقد حظيت قضية كفاية رأس المال في البنوك بأهمية كبيرة منذ أقرت لجنة بازل للرقابة المصرفية معيارها الموحد بشأن كفاية رأس المال في عام ١٩٨٨، وبموجب ذلك أصبحت البنوك ملزمة بتوخي هذا المعيار إذا ما أرادت التعامل وفقا لمتطلبات وشروط الأسواق المالية.

وفي هذا الإطار فقد تبنت الولايات المتحدة في العام ١٩٧٩ نظاما موحدا لتقييم المؤسسات المالية، وفي عام ١٩٩٨م تمت مراجعة هذا النظام ليعكس التغيرات في العمل المصرفي وفي إجراءات وسياسات الوكالات الرقابية الحكومية.

مقومات نظام التقييم المصرفي Camels:

يتكون نظام التقييم المصرفي Camels من ستة مقومات وهي:

- كفاية رأس المال — Capital Adequacy
- جودة الأصول — Asset Quality
- الإدارة — Management
- العوائد (الأرباح) — Earnings

- السيولة Liquidity

إن الغرض من استخدام نظام التقييم CAMELS، هو تحديد المخاطر المصرفية التي تشكل نقاط ضعف في العمليات المالية والتشغيلية والإدارية للمصرف والتي تتطلب بذل عناية رقابية خاصة وتحديد أولويات الرقابة اللازمة، أو تدخل السلطة النقدية لمعالجة الأمر.

قد أثبت نظام CAMELS بأنه أداة رقابية فعالة لتقييم قوة المؤسسات المالية وبشكل موحد وأيضا أثبت هذا النظام فعاليته في تحديد المؤسسات التي تحتاج إلي اهتمام خاص.

وطبقا لهذا النظام فإن الوكالات الرقابية تلتزم في التأكيد علي أن جميع المؤسسات المالية جرى تقييمها بشكل شامل وعلى أساس موحد.

هذا يتطلب إجراء تصنيف رقمي لكل مصرف بالاستناد إلى العناصر الست الأساسية، ويحدد لكل عنصر تصنيف رقمي من (١- ٥) حيث يكون التصنيف (١) الأفضل، والتصنيف (٥) الأدنى.

ويتم تحديد التصنيف النهائي للمصرف استناداً إلى تقييمات كل عنصر رئيسي من العناصر المذكورة والتي تأخذ في الاعتبار جميع العوامل المؤثرة في تقييمات العناصر المكونة لها.

ان المصارف التي يكون تصنيفها (٤) أو (٥) تشير إلى وجود مشاكل جدية وهامة فيها مما تتطلب رقابة جادة وإجراء علاجي خاص بها.

أما المصارف التي يكون تصنيفها (٣) فهي بشكل عام تواجه بعض نقاط الضعف، وتستوجب اتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيحها في إطار زمني معقول، فقد يؤدي ذلك إلى ظهور مشاكل بارزة في الملاءة والسيولة، مما يتطلب من البنك المركزي اتخاذ إجراءات إدارية مناسبة وتقديم إرشادات واضحة للإدارة لتحديد وتلافي نقاط الضعف المذكورة.

أما المصارف التي يكون تصنيفها المركب (١ و٢) فهي سليمة بصورة أساسية في معظم النواحي، وتعتبر ذات إدارة راسخة، وأن قدرتها على الصمود أمام التحديات جيدة باستثناء التقلبات الاقتصادية الحادة. إلا أن تلك

يتطلب وجود إشراف رقابي كحد أدنى لضمان استمرارية وصلاحية السلامة المصرفية الأساسية.

ولتحديد التقييم المركب للمصارف التي لها فروع متعددة، فإن البنك المركزي يلجأ عادةً لاستخدام البيانات التي جمعت من الجولات التفتيشية لتلك الفروع، حيث يتم تنظيم الملاحظات الهامة في تقرير التفتيش الموحد لهذه المصارف بشكلها النهائي.

أولاً: كفاية رأس المال Capital Adequacy

برز استخدام كفاية رأس المال في منتصف القرن الماضي بمعادلة بسيطة تعبر عن العلاقة بين رأس المال والودائع ثم تطور لاحقا بقيام لجنة بازل للإشراف والرقابة المصرفية بإعداد معيار بازل (١) والذي أشتمل على وضع قواعد وأسس موحدة على مستوى العالم لقياس كفاية رأس المال من خلال تحديد العلاقة بين رأس المال المصرفي والموجودات الخطرة المرجحة داخل وخارج الميزانية و حددت نسبته بـ (٨٪) وطبقته المصارف العاملة في أكثر من (١٠٠) دولة

إن ملاءة رأس المال تعتبر أمراً هاماً لأنها تسمح للبنك بالنمو ووضع الخطط اللازمة تجاه أية خسائر مستقبلية، ولدى تقييم عنصر رأس المال يجب أن يؤخذ في الاعتبار أيضاً جودة الأصول والأرباح، فالبنك ذو الأصول الجيدة مع وجود مشكلات في الأرباح يحتاج إلى مستوى أعلى من رأس المال.

وتعتبر ملاءة رأس المال العنصر الحاسم في مواجهة مخاطر العمل المصرفي والتي أصبحت في تزايد مستمر " نتيجة للتطورات المتسارعة في مجالات عمل البنوك تكنولوجياً كالصيرفة الالكترونية بصفة عامة وعبر شبكة الانترنت بصفة خاصة والتي تطلبت تعديلاً في الحد الأدنى لكفاية رأس المال لمواجهة المخاطر الناجمة عن ممارسة هذا العمل عبر قنوات ووسائل جديدة لها مخاطرها الخاصة، وبالتالي يجب أن يكون لها تغطيتها الخاصة أيضاً.

للتوضيح أجرى التحليل في ضوء النماذج المستخدمة في سلطة النقد الفلسطينية والتي تستند إلي نموذج تقييم كفاية رأس المال حسب ما أقرته

لجنة بازل، وكذلك النماذج الأمريكية التي تم تعميمها من خلال برامج المساعدات الفنية الأمريكية USAID للدول، والتي أخذت فيها أغلب الدول العربية.

وقد شمل التقييم العناصر الستة المكونة للنظام، تطبيقا علي الميزانية العمومية لبنك للسنوات ٢٠٠٠، ٢٠٠١، وبالقدر الذي توفرت لنا معه البيانات اللازمة للتقييم.

البيان	٢٠٠٠	٢٠٠١
اولا: رأس المال التنظيمى	٢٠١٠٧٦٣٨	٢٢٥٣٠٥١٣
ثانيا: الموجودات والبنود خارج الميزانية المرجحة	١٢٩٧٤٣٠٥	١٣٨٢٧٧٢٧
ا) النقد والأرصدة النقدية والأوراق المالية	٩٥٤٨٤٧٣٣	١٠٢٥٨٤٤٤
ب) التسهيلات الائتمانية والموجودات الثابتة	٩٥٤٨٤٧٣٣	١٠٢٥٨٤٤٤
ج) البنود خارج الموازنة	٨١١٧١٠٧	٧٤٣٠٢٦١
ثالثا: نسبة كفاية رأس المال	٢٠٠٠	٢٠٠١
رأس المال التنظيمي	٢٠١٠٧٦٣٨	٢٢٥٣٠٥١٣
÷	÷	÷
الموجودات والبنود خارج الميزانية المرجحة	١٢٩٧٤٣٠٥	١٣٨٢٧٧٢٧
نسبة كفاية رأس المال	%١٥.٥	%١٦.٢٩

باستعراض نسبة كفاية رأس المال السابقة، يتبين لنا أن هناك ارتفاعا في هذه النسبة للعام ٢٠٠١ مقارنة مع العام ٢٠٠٠، وأن هذه النسبة في السنتين موضوع التقييم هي أعلي من مثيلاتها في البنوك الأخرى الفلسطينية (متوسط النسبة لإجمالي البنوك الوطنية الفلسطينية بلغت ١٣٪)، كما أن هذه النسبة تعتبر جيدة حسب مقررات لجنة بازل والتي قررت الحد الأدنى لها ٨٪،

وكذلك حسب النسبة المقرر من سلطة النقد الفلسطينية (١٠٪ للبنوك التجارية). وبالتالي فهي تعطي الثقة عند التعامل مع هذا البنك.

تأسيسا علي ما سبق فإنه يمكن تصنيف البنك بالنسبة لكفاية رأس المال في المرتبة الأولي.

المصرف الذي يصنف رأسماله (٢) لديه نفس خصائص المصرف الذي يصنف رأسماله (١) حيث تتجاوز نسب كفاية رأس المال المتطلبات القانونية، ولكن المصرف يمر بنقاط ضعف في عامل أو أكثر من العوامل المذكورة. فعلى سبيل المثال قد تكون ربحية المصرف قوية ويدير نموه بصورة جيدة ولكن أصوله تواجه مشاكل مرتفعة نسبياً، فضلاً عن إخفاق الإدارة في الاحتفاظ برأس مال كافٍ لتدعيم المخاطر الملازمة لمسارات الأعمال. ورغم ذلك يمكن تصحيح نقاط الضعف المذكورة من خلال برامج زمنية معقولة بدون إشراف تنظيمي عن كثب.

المصرف الذي يصنف رأسماله (٣) يتوافق مع كفاية رأس المال والمتطلبات التنظيمية للملاءة المصرفية ولكن هناك نقاط ضعف رئيسية في عامل أو أكثر من العوامل المذكورة. مما يتطلب إشرافاً تنظيمياً لضمان مناقشة الإدارة و/أو المساهمين السليم للقضايا ذات الشأن، واتخاذ الخطوات الضرورية لتحسين كفاية رأس المال. ومن أسباب التصنيف أيضاً وجود مستوى مرتفع للأصول التي تواجه مشاكل مقارنة برأس المال، فضلاً عن ضعف ربحية المصرف وضعف نمو أصوله. وهي في حد ذاتها عوامل مؤثرة بدرجة كبيرة على رأس المال مما ينعكس سلباً على قدرة المصرف والمساهمين في تلبية المتطلبات اللازمة لتدعيم رأسماله.

المصرف التي يصنف رأسماله (٤) يشهد مشاكل حادة بسبب عدم كفاية رأس المال لتدعيم المخاطر الملازمة لمسارات الأعمال والعمليات المصرفية. حيث يكون لدى المصرف مستوى عالٍ من الخسائر في القروض المتعثرة والتي تتجاوز أكثر من نصف إجمالي رأسماله، كما يعاني المصرف من خسائر كبيرة في معاملاته المصرفية والعمليات الائتمانية، أو تحقيق نتائج سلبية في ربحيته.

وبناءً على ما سبق فقد يعاني المصرف أو لا يعاني في تلبية المتطلبات التنظيمية، ولكن من الواضح عدم وجود كفاية في رأس المال.

فإذا لم تتخذ الإدارة أو المساهمين إجراءً فورياً لتصحيح الاختلالات، فإنه يتوقع الإعسار الوشيك للمصرف. مما يتطلب وجود إشراف تنظيمي لضمان اتخاذ الإدارة والمساهمين الإجراءات المناسبة لتحسين كفاية رأس المال.

المصارف التي يصنف رأسمالها (٥) تعتبر معسرة. بحيث تتطلب إشرافاً رقابياً قوياً لملافاة خسائر المودعين والدائنين، حيث أن خسائر الاستثمارات والعمليات المصرفية وعمليات الإقراض تقارب أو تتجاوز رأس المال الإجمالي، مع وجود احتمال ضئيل بأن تمنع إجراءات الإدارة والمساهمين من الانهيار الكلي للمصرف.

ثانياً: جودة الأصول Assets Quality

تعتبر جودة الأصول ذات أهمية خاصة في نظام التقييم لأنها الجزء الحاسم في نشاط البنك الذي يقود عملياته نحو تحقيق الإيرادات، لأن حيازة البنك على أصول جيدة سوف يعني توليد دخل أكثر وتقييم أفضل لكل من السيولة والإدارة ولرأس المال.

ويتم تصنيف جودة الأصول بالاستناد إلى دراسة القضايا التالية:

- حجم وشدة الأصول المتعثرة بالنسبة لإجمالي رأس المال.
- حجم واتجاهات آجال تسديد القروض التي فات موعد تسديدها، والإجراءات المتخذة لإعادة جدولتها.
- التركزات الائتمانية الكبيرة ومخاطر المقترض الوحيد أو المقترضين ذوي العلاقة.
- حجم ومعاملة الإدارة لقروض الموظفين.
- فعالية إدارة محفظة القروض بالنظر إلى الاستراتيجيات والسياسات والإجراءات والضوابط والتعليمات النافذة.
- النشاطات القانونية المتعلقة بالائتمان (مطالبات، ملاحقة المقترضين... إلخ).
- مستوى المخصصات المكونة لمواجهة خسائر القروض والائتمانات المتعثرة.

– أساليب إدارة الأصول الأخرى مثل (الاستثمار بالأوراق المالية، الأصول الثابتة، والكمبيالات.... الخ).

البيان	٢٠٠٠	٢٠٠١
القروض المتعثرة	٢٢٧٧٩١٣٨	١٧٥٩١٠٩٤
حقوق الملكية	٢٠٥٥٢١٣٨	٢٣١٦٥٥١٣
مخصص الديون المشكوك فيها	١١٣٨٩٥٦٩	٨٧٩٥٥٤٧
تسهيلات لذوي العلاقة	لا يوجد	لا يوجد
الاستثمارات في الأسهم	١٨٦٩٥٤	٧٣٣١٠٦
المخصصات÷(حقوق الملكية+المخصصات)	%٣٦	%٢٨
القروض المتعثرة÷(حقوق	%٧١	%٥٥

لعدم الإفصاح عن القروض المتعثرة قدرت استنادا لمخصص الديون المشكوك في تحصيلها

جدول فئات جودة الأصول

درجة التصنيف	نوع التصنيف	نسبة الأصول المرجحة	Total Classification Ratio
١	قوية	أقل من ٥%	أقل من ٢٠%
٢	مرضية	من ٥– ١٥%	٢٠– ٥٠%
٣	جيدة بعض الشيء	من ١٥– ٣٥%	٥٠– ٨٠%
٤	حدية	من ٣٥– ٦٠%	٨٠– ١٠٠%
٥	غير مرضية	٦٠% فأكثر	١٠٠% فأكثر

باستعراض النسب الموضحة أعلاه والتي تقيس مدي جودة الأصول، ومقارنتها مع النسب المقررة وفقا لسياسة التقييم المركب نجد أنها بالنسبة للأولي (المخصصات) تقع في المستوي الثالث حيث أنها أقل من ٣٠٪ تقريبا خلال العامين ٢٠٠٠، ٢٠٠١.

كما أنها بالنسبة للثانية (القروض المتعثرة) تقع أيضا في المستوي الثاني وتقترب من المستوي الثالث، حيث أنها أقل من ٥٠٪. وعليه يمكن تصنيف البنك بالنسبة لجودة الأصول في المستوي الثالث.

المصرف الذي يتم تصنيف جودة أصوله (١) يتصف بالمؤشرات التالية:

- حجم الأصول المتعثرة لا تتجاوز نسبة محدودة من رأس المال.
- وجود اتجاه إيجابي وثابت في عمليات سداد القروض التي فات موعد تسديدها أو تلك التي تم تمديدها.
- الضبط الجيد للتركيزات الائتمانية وقروض الموظفين بما يعطي حداً أدنى من المخاطرة.
- الضبط الجيد لمحفظة القروض، ووجود رقابة فعالة على عملياتها ومتابعة الالتزام بالمعايير والضوابط التي تضعها الإدارة في هذا الخصوص.
- احتفاظ الإدارة بالمخصصات الكافية واللازمة لمقابلة الخسائر المتوقعة في القروض.
- الأصول المصرفية الأخرى (غير الائتمانية) التي تحتوي على مخاطر مصرفية طبيعية لا تثير أي تهديد بالخسائر.

المصرف الذي يتم تصنيف جودة أصوله (٢) يظهر خصائص مشابهة لجودة الأصول المصنفة بـ (١) ولكن يشهد نقاط ضعف أو عيوب في واحد أو أكثر من العوامل المذكورة، فالإدارة قادرة على معالجة نقاط الضعف بنفسها، كما تتصف بوجود حجم من الأصول المتعثرة (لا تتجاوز بالعادة ٢٥٪ من إجمالي رأس المال) بواحدة أو أكثر من الخصائص التالية:

- يشهد المصرف اتجاهات سلبية في مستوى الائتمان والقروض التي فات موعد تسديدها والتي تم تمديدها و/ أو في مستوى مخصص الخسائر المكونة لمواجهتها.
- توجد نقاط ضعف في معايير الائتمان والإجراءات اللازمة للمتابعة والتحصيل.
- تثير القروض الممنوحة للموظفين بعض الملاحظات المخالفة للأصول والترتيبات التنظيمية الموضوعية بشأنها.
- انخفاض العائد على الأصول غير الائتمانية والتي تعكس أخطاراً تجاوز الأخطار الطبيعية، ولكن لا تثير تهديدات بالخسائر.

المصرف الذي يتم تصنيف جودة أصوله (٣) يظهر نقاط ضعف رئيسية، والتي إذا لم يتم تصحيحها مباشرة فإن ذلك يؤدي إلى هلاك رأس المال أو إعسار المصرف مما يستدعي وجود إشراف رقابي قوي لضمان اتخاذ الإدارة خطوات فورية لتدارك الأمر ودراسة نقاط الضعف وتصحيح العيوب. كما يتميز هذا التصنيف بزيادة حجم الائتمان المتعثر (لا يتجاوز ٤٠٪ من رأس المال الإجمالي) بالإضافة إلى واحد أو أكثر من الخصائص التالية:

- استمرارية زيادة مستويات الائتمان المتعثرة والتي قد تؤثر على رأس المال أو تؤدي إلى حدوث الإعسار إذا لم يتم المسارعة في اتخاذ الإجراءات اللازمة للحد منها.
- الائتمانات المصنفة الرديئة (المشكوك فيها والمولدة للخسائر) تتجاوز بشكل كبير المخصصات المكونة بشأنها مما تثير تهديدات لرأس المال.
- تثير الأصول غير الائتمانية خسائر رئيسية في رأس المال وقد تتسبب في إعسار المصرف.

المصرف الذي يتم تصنيف جودة أصوله (٤) يظهر ضعف عام في العديد من العناصر المذكورة مما تبرز الحاجة إلى اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة من قبل السلطة النقدية لإعادة تقوية الأوضاع وتوفير الحماية اللازمة

لأموال المودعين ويتميز هذا التصنيف بكبر حجم الائتمان المتعثر وقد يصل إلى ٦٠ ٪ من إجمالي رأس المال، ورغم ذلك تتوفر احتمال قبول نجاح إجراءات الإدارة لتحسين جودة تلك الأصول.

ثالثا: الإدارة – MANAGEMENT

تصنف الإدارة طبقا لسياسة التقييم المركب في ضوء العديد من العوامل والمؤشرات وأهمها:

- فهم المخاطر الملازمة للنشاطات المصرفية والبيئية والاقتصادية السائدة.
- الأداء المالي للمصرف بالنظر إلى نوعية الأصول، وكفاءة رأس المال، والأرباح والسيولة.
- تطوير و تنفيذ الخطط والسياسات والإجراءات والضوابط في جميع مجالات العمل الرئيسية.
- قوة وملائمة وظيفة وأعمال التدقيق الداخلي و الخارجي.
- الالتزام بتشريعات وأنظمة البنك المركزي السارية المفعول.
- الاتجاهات نحو تغليب المصلحة العامة للمصرف.
- الالتزام بالقوانين ووجود تفاعل بين مجلس الإدارة والهيئة العامة للمساهمين.
- تطبيق مبادئ اكتساب الخبرة و المهارات الوظيفية مع مراعاة الإحلال الوظيفي.
- التجاوب مع اهتمامات وتوصيات البنك المركزي و مراعاة الدقة في التقارير والبيانات المالية.
- توفير برامج تدريبية للموارد البشرية و استقطاب فعال لها وإنها تعمل بدرجة عالية من الجودة.

وفي ضوء عدم تضمن القوائم المالية المنشورة لأي بيانات تتعلق بهذه الأمور، وعدم وجود أي إمكانيات لنا في الإطلاع أو الحصول علي البيانات الكافية بشأن أغلب القضايا أعلاه والتي غالبا ما يتم تحديدها من خلال الزيارات التفتيشية الميدانية وكذلك الاستبيانات التي تعد لهذا الغرض. لذلك

يصعب علينا وضع تصنيف لهذا العامل. تتصف الإدارة التي يتم تصنيفها (١) بالمؤشرات سابقة الذكر.

الإدارة التي يتم تصنيفها (٢) لديها خصائص مشابهة كما في التصنيف (١) حيث تعتبر مراعية للقوانين والأنظمة وأن تطبيقات إدارة المخاطر مرضية نسبياً بالإضافة إلى توفر العناصر الأخرى، السابق ذكرها، وكما توجد بعض العيوب التي يسهل تصحيحها دون الحاجة إلى رقابة تنظيمية، وكما توجد بعض نقاط الضعف المحددة المتعلقة بواحدة أو أكثر من المجالات المذكورة مما يتعين توجيه الاهتمام الحذر للأوضاع المالية والظروف المصرفية المرتبطة بأعمال المصرف.

الإدارة التي يتم تصنيفها (٣) تظهر نقاط ضعف رئيسية في واحد أو أكثر من العوامل المذكورة حيث تتصف بالعادة بإساءة الاستخدام بشكل بارز من قبل الموظفين، وتجاهل المتطلبات التنظيمية والتقييم الضعيف للمخاطر والعمليات التخطيطية لمسار الأعمال المصرفية، وردود الفعل غير الملائمة في معالجة المصاعب الاقتصادية و/أو الأداء الاقتصادي الضعيف، مما يتطلب وجود رقابة تنظيمية لضمان اتخاذ الإدارة أو هيئة المساهمين الإجراءات التصحيحية المناسبة.

الإدارة التي يتم تصنيفها (٤) تظهر ضعف عام في عدد من العوامل المذكورة. مما تبرز الحاجة إلى إجراء تنظيمي قوي لضمان اتخاذ الإجراء التصحيحي اللازم من قبل البنك المركزي، خاصة إذا ما تفشت عمليات إساءة الاستخدام من قبل الموظفين، والتجاهل للمتطلبات التنظيمية والإدارية التي قد تدمر الأداء المالي لدرجة احتمال أن يواجه المصرف الإعسار.

الإدارة التي يتم تصنيفها (٥) هي غير فاعلة على الإطلاق وتتطلب إجراء رقابي فوري حيث تظهر هذه الإدارة عيوب في معظم العوامل المذكورة سابقاً، ويعاني المصرف من ضعف شديد في أدائه المالي. مما يستوجب الأمر على البنك المركزي أو الهيئة العامة للمساهمين فرض الوصاية على الموجودات وإجراء التغيير الفوري للإدارة.

تنظر إدارة البنك إلى الأرباح كأحد العناصر الهامة لضمان استمرارية أداء البنك، فهي تتأثر بشكل مباشر بمدى جودة الأصول، ويتم قياس فعاليتها من خلال تحديد نسبة العائد على متوسط الأصول كنقطة البداية لتقييم الأرباح، وذلك بالإضافة إلى دراسة وتحليل العوامل التالية:

- مدى كفاية الأرباح لمواجهة الخسائر، وتدعيم كفاية رأس المال، ودفع حصص أرباح معقولة.
- نوعية وتركيب عناصر الدخل الصافي بما في ذلك تأثير الضرائب.
- حجم واتجاهات العناصر المختلفة للدخل الصافي.
- مدى الاعتماد على البنود الاستثنائية أو عمليات الأوراق المالية، والأنشطة ذات المخاطر العالية أو المصادر غير التقليدية للدخل.
- فعالية إعداد الموازنة والرقابة على بنود الدخل والنفقات.
- كفاية المخصصات والاحتياطيات الخاصة بخسائر القروض.

خلاصة لأهم النسب التي تتعلق بالربحية للسنتين ٢٠٠١، ٢٠٠٠ يلخصها الجدول التالي:

البيان	٢٠٠٠	٢٠٠١
الموجودات	٢٣٩٢٣٥٣١٠	٢٥٨٤١٢٩٨٧
حقوق الملكية	٢٠٥٥٢١٣٨	٢٣١٦٥٥١٣
الإيرادات	١٣٤٦٢١٤٧	١٤٣٣٥٢٦٨
الأرباح	٢٥٢٠٠١٧	٢٥٧٢٣٣٢
معدل العائد علي الموجودات (ROA)		
= العائد (الأرباح) ÷ الموجودات	%١.٠٥	%١
معدل العائد علي حقوق الملكية (ROE)		
= العائد (الأرباح) ÷ حقوق الملكية	%١٢.٢٦	%١١.١
نسبة هامش الربحية = العائد (الأرباح) ÷ الإيرادات	%١٨.٧٢	%١٧.٩٤

باستعراض نسب الربحية السابقة، يتضح لنا أن هناك انخفاضا ولو طفيفا في معظم هذه النسب للعام ٢٠٠١ مقارنة مع العام ٢٠٠٠، ومع ذلك تبقي قدرة البنك علي توليد الأرباح جيدة مقارنة بالبنوك الوطنية الأخرى (المتوسط العام لمعدل العائد علي الموجودات للبنوك الوطنية في فلسطين ٠,٨٪، والمتوسط العام للعائد علي حقوق الملكية ٤,٤٪).

هذا ويرجع جزء من الانخفاض في معدل العائد علي حقوق الملكية إلي زيادة رأس المال وبالتالي حقوق الملكية للعام ٢٠٠١ مقارنة بالعام ٢٠٠٠ وبنسبة أكبر من الزيادة في صافي الربح.

في ضوء المؤشرات السابقة، إضافة إلي أن تكلفة الفرصة البديلة ممثلة في معدل الفائدة للعامين ٢٠٠٠، ٢٠٠١ كانت ٣٪، ٢٪ علي التوالي، وهي أقل من معدل العائد علي حقوق الملكية التي حققها البنك، لذلك كله يمكن تصنيف البنك بالنسبة للربحية في المرتبة الأولي.

المصرف الذي تُصنف أرباحه (١) يتصف بالمؤشرات التالية:

- يوفر الدخل الكافي تحقيق متطلبات تكوين الاحتياطي اللازم لنمو رأس المال و دفع توزيع الأرباح المعقولة للمساهمين.
- سلامة أوضاع الميزانية والتخطيط والرقابة القوية على بنود الدخل والنفقات.
- الاتجاه الإيجابي في فئات الدخل والنفقات الرئيسية.
- الاعتماد بحد أدنى على البنود الاستثنائية ومصادر الدخل غير التقليدية.
- نسبة الربحية بالعادة فوق ١٪.

المصرف الذي يتم تصنيف أرباحه (٢) يولد دخلاً كافياً لتلبية متطلبات الاحتياطيات اللازمة، ويوفر نمو لرأس المال ويدفع حصص أرباح معقولة. إلا أن المصرف قد يشهد اتجاهات سلبية تبدأ بالاعتماد على الدخل الاستثنائي لزيادة الأرباح الصافية، مما يتطلب تحسين قدرة الإدارة في التخطيط والرقابة على العمليات المصرفية، كما يتوجب على الإدارة دراسة نقاط الضعف دون رقابة تنظيمية. وتكون نسبة الربحية ١٪ أو قريبة منها (بين ٠,٧٥٪ و ١٪).

المصرف الذي يتم تصنيف أرباحه (٣) يظهر نقاط ضعف رئيسية في واحدة من أكثر العوامل المذكورة، وقد يشهد المصرف انخفاضاً في أداء الأرباح بسبب إجراءات الإدارة أو عدم فعاليتها، مما يعيق تكوين الاحتياطيات اللازمة. وتبلغ نسبة الربحية هنا بين (بين ٠,٥ ٪ و ٠,٧٥ ٪)، الأمر الذي يتطلب وجود رقابة تنظيمية لضمان اتخاذ الإدارة خطوات مناسبة لتحسين أداء الأرباح المصرفية.

المصرف الذي يتم تصنيف أرباحه (٤) يشهد مشاكل حادة في الربحية وقد يكون صافي الربح إيجابي ولكنه غير كافٍ للاحتفاظ بالاحتياطي الملائم ونمو رأس المال المطلوب، ويتطلب هنا ضرورة تقوية أداء الأرباح لمنع الخسارة برأس المال. ويجب أن تتخذ الإدارة إجراء فوري لتحسين الدخل والرقابة على النفقات. كما يتطلب من البنك المركزي أو الإدارة تقييد العمليات غير الإيجابية بوسائل إلغاء أو وقف الترخيص الممنوح لها وفرض متطلبات أساسية على مجلس الإدارة التنفيذية و المساهمين لخفض نمو الأصول من خلال تعليق بعض الأنشطة المصرفية. حيث أنه بدون إجراءات تصحيحية فورية قد تتطور الخسارة بصورة تهدد الملاءة المصرفية. وتكون نسبة الربحية هنا بين (٢٥٪ و ٥٠٪).

المصرف الذي يتم تصنيف أرباحه (٥) يشهد خسائر بصورة تعرض ملاءته للمخاطر مما يتطلب وجود رقابة تنظيمية قوية لتنفيذ الإجراءات التصحيحية، حيث أنه بدون إجراء فوري فإن الخسائر قد تتسبب بالإعسار الوشيك. وتبلغ نسبة الربحية هنا أقل من (٠,٢٥ ٪) أو الدخول بالخسائر.

خامساً: السيولة Liquidity

إن مشكلات جودة الأصول تؤدي على خسائر وبالتالي التأثير على كفاءة قاعدة رأس المال، أما عنصر السيولة فهو غير متداخل بشكل قوي مع جودة تلك الأصول أو الأرباح أو رأس المال، إلا أنه يعتبر مهماً من الناحية العملية في التعامل مع المودعين، لذلك لا بد من دراسة القضايا التي تتعامل مع هذا العنصر كما يلي:

- حجم ومصادر الأموال السائلة (الأصول سريعة التحويل إلى نقد) والمتاحة لتلبية التزامات المصرف اليومية.
- مدى تقلب الودائع والطلب على القروض.
- مدى ملائمة تواريخ استحقاق الأصول والخصوم.
- مدى الاعتماد على الإقراض ما بين المصارف لتلبية احتياجات السيولة.
- مدى ملائمة عمليات الإدارة للتخطيط والرقابة والإشراف (أنظمة المعلومات الإدارية).

لما كانت إحدى مسئوليات الإدارة الرئيسية هو الاحتفاظ بأصول سائلة كافية لتلبية الالتزامات اليومية، وزيادة الأرباح إلى حدها الأقصى وتقليل المخاطر إلى الحد الأدنى، فإن الأمر يتطلب المعرفة التامة بهذه المسئوليات، وكذلك تطورات الميزانية، وبقاعدة العملاء (القروض والودائع)، والبيئة الاقتصادية، فالإدارة التي تحتفظ بمستوى عالٍ من الأصول السائلة تأخذ بمخاطر قليلة وتجني أرباح منخفضة، وبالعكس فإن الإدارة التي تحتفظ بمستوى منخفض من الأصول السائلة تجني أرباح قوية، ولكنها تحتفظ بأصول عالية المخاطر.

خلاصة لأهم النسب التي تتعلق بالسيولة للسنتين ٢٠٠١، ٢٠٠٠ يلخصها الجدول التالي:

البيان	٢٠٠١	٢٠٠٠
نقد في الصندوق	٨٧٧٠٩٩٠	١٠٥٧٧٥٦٨
موجودات سائلة	١٣٨٧٦٢٦٩٣	١٥٢٠٩١٨٢٦
مطلوبات سائلة	١٧٨٨٦٥٢٢٤	١٨٧٨٧٨٦٥٠
نسبة السيولة النقدية= نقد في الصندوق ÷ مطلوبات سائلة	%٤.٩	%٥.٦٣
نسبة السيولة= موجودات سائلة ÷ مطلوبات سائلة	%٧٧.٥٨	%٨٠.٩٥

باستعراض نسبة السيولة النقدية، يتبين لنا أن هناك ارتفاعا في العام ٢٠٠١، مقارنة مع العام ٢٠٠٠، ويرجع ذلك بصورة أساسية إلي زيادة النقدية في الصندوق بنسبة أكبر من الزيادة في المطلوبات السائلة. وبشكل عام فإن مؤشرات نسبة السيولة النقدية للعامين ٢٠٠٠، ٢٠٠١ ورغم أنها أعلي من المعدل العام المقبول (حسب تعليمات سلطة النقد الفلسطينية ٤٪) فإنها أقل من مثيلاتها في البنوك الوطنية الأخرى (المتوسط العام لنسبة السيولة النقدية في البنوك الوطنية للعام ٢٠٠١ هي ٧,٨٪)

أما بالنسبة لنسبة السيولة فيتضح من الجدول أعلاه أنها ارتفعت في العام ٢٠٠١ مقارنة مع العام ٢٠٠٠، وهي ورغم أنها تعتبر أعلي بكثير من النسبة المحددة من قبل سلطة النقد الفلسطينية (٢٥٪)، فإنها تدور حول المتوسط العام لهذه النسبة للبنوك الوطنية الفلسطينية (٩٠٪).

وترجع ارتفاع نسبة السيولة العالية في الجهاز المصرفي الفلسطيني بصورة عامة إلي انخفاض حجم تسهيلاته واستثماراته، والاعتماد بشكل أساسي علي التوظيفات الخارجية علي شكل ودائع، وإن كان بعض البنوك وفي بعض المناسبات تعاني من شح السيولة النقدية بسبب الظروف القاهرة التي نعيشها.

تأسيسا علي ما تقدم فإن يمكن تصنيف البنك بالنسبة للسيولة بالمرتبة الأولي. المصرف الذي تيم تصنيف سيولته (١) يتصف بفهم الإدارة الشامل لبيان الميزانية وبيئة العملاء والبيئة الاقتصادية إلى جانب العوامل التالية:

- توفر الأصول السائلة لتلبية تقلب الودائع والطلب على القروض بشكل طبيعي بالإضافة على الطلبات غير المتوقعة.
- محدودية الاعتماد على عمليات الاقتراض بين المصارف لاحتياجات السيولة.
- توفر متطلبات الرقابة والإشراف القوي على العمليات.
- امتلاك الإدارة الخبرة الكافية والاستخدام المربح لعمليات الإقراض بين المصارف لمقابلة احتياجات السيولة.

المصرف الذي يتم تصنيف سيولته (٢) له نفس خصائص التصنيف المذكورة ولكن المصرف يشهد نقاط ضعف واحدة أو أكثر من تلك العوامل ويمكن تصحيح نقاط الضعف هذه من خلال تطبيق إطار زمني معقول بدون رقابة تنظيمية، فعلى سبيل المثال: قد يلبي المصرف احتياجاته من السيولة ولكن تنقصه الخبرة الإدارية المناسبة أو التخطيط والرقابة و/أو الإشراف الفعال للعمليات، أو قد يشهد المصرف مشكلات في السيولة وقد تتخذ الإدارة رد فعل مناسب، لكن قد تفشل في اتخاذ الخطوات الضرورية في منع تكرار تلك المشكلات، أو قد تغفل الإدارة أو تتناول بشكل غير مناسب الاتجاهات السلبية. (على سبيل المثال انخفاض مستوى الأصول السائلة، وزيادة تقلب الودائع، وارتفاع درجة الاعتماد على عمليات الاقتراض بين المصارف... الخ).

المصرف الذي يتم تصنيف سيولته (٣) تظهر نقاط ضعف رئيسية في عدد من العوامل المذكورة. ويشير إلى عدم الحنكة في إدارة السيولة مما يؤدي على ظهور مشكلات متكررة في السيولة، كما تبرز الحاجة أيضاً على تدارس الإدارة الفوري للاتجاهات السلبية لتجنب الأزمات في قدرة المصرف على تلبية الالتزامات اليومية، ويتطلب الأمر وجود رقابة تنظيمية لضمان تدارس الإدارة بالشكل المناسب للأمور الهامة.

المصرف الذي يتم تصنيف سيولته (٤) يشهد مشاكل سيولة حادة مما تتطلب رقابة تنظيمية فورية قوية لذلك يجب أن تتخذ إجراءات فورية لتقوية مركز السيولة لضمان تلبية المصرف لاحتياجاته الحالية. كما يجب أن يقوم المصرف بالتخطيط المكثف للتعامل مع احتياجات السيولة القصيرة المدى وغير المتوقعة.

المصرف الذي يتم تصنيف سيولته (٥) يتطلب مساعدة البنك المركزي أو مساعدة مالية خارجية لتلبية احتياجاته الحالية من السيولة. وتبرز الحاجة لمثل هذه المساعدة الفورية لمنع انهيار المصرف بسبب عدم قدرته على تلبية طلبات الدائنين والمودعين.

معيار المحاسبة المالية رقم ١١ المخصصات والاحتياجات:

أهداف المعيار:

- وضع القواعد المحاسبية التي تحكم الإثبات والقياس ومتطلبات العرض والإفصاح عن المخصصات.
- تبني المخصصات لتقويم موجودات الذمم والتمويل والاستثمار.
- وضع القواعد المحاسبية للاحتياطات التي يجنبها المصرف لبناء احتياطي معدل الأرباح أو احتياطي مخاطر الاستثمار.

تعريف المخصص:

المخصص حساب لتقويم الموجودات يتم تكوينه باستقطاع مبلغ من الدخل بصفة مصروفا.

أنواع المخصصات:

- الخاص: هو مبلغ مقدر يتم تجنيبه لمقابلة انخفاض في موجود محدد.
- العام: هو مبلغ مقدر يتم تجنيبه لمقابلة خسارة في موجودات عامة.

إثبات المخصصات:

تثبت المخصصات عندما تتوافر للمصرف معلومات تدل علي وقوع حدث أو من المحتمل أن يؤدي إلي انخفاض في قيمة الموجود.

قياس المخصصات:

يقاس المخصص الخاص المتعلق بموجودات الذمم بالمبلغ المطلوب لتخفيض قيمة هذه الموجودات إلي القيمة النقدية المتوقع تحقيقها. يقاس المخصص الخاص المتعلق بموجودات التمويل والاستثمار بالمبلغ المطلوب لتخفيض قيمة هذه الموجودات الي القيمة النقدية المتوقع تحقيقها إذا كانت أقل من القيمة التاريخية. المبلغ المطلوب للمخسس يتم تحميله علي قائمة الدخل. الزيادة في رصيد المخصص المستهدف يتم أضافتها في قائمة الدخل.

متطلبات العرض:

يطرح المخصص الخاص من موجودات الذمم العائد لها بحيث تظهر هذه الموجودات في قائمة المركز المالي بالقيمة النقدية المتوقع تحقيقها. ويطرح المخصص الخاص من موجودات التمويل و الاستثمار العائد لها كل علي حده

تظهر هذه الموجودات في قائمة المركز المالي بالقيمة النقدية المتوقع تحقيقها أو التكلفة أيهما أقل. يطرح المخصص الخاص من أجمالي قيمة موجودات الذمم والتمويل والاستثمار.

متطلبات الإفصاح:

يفصح في الإيضاحات عن:

- أجمالي مبلغ المخصص الخاص مع بيان حركته.
- الحالات التي تم فيها للاستيراد كلياً أو جزئياً.
- أجمالي مبلغ المخصص العام مع بيان حركته.
- الطريقة التي يتم بموجبه تحديد لمبلغ كل نوع من المخصصات.

الاحتياطيات:

- احتياطي معدل الأرباح.
- احتياطي مخاطر الاستثمار.

تعريف:

الاحتياطي جزء من حقوق الملكية أو حقوق أصحاب حسابات الاستثمار يتم تكوينه بحجز مبلغ مقدر من الدخل.

نوعان:

احتياطي معدل الأرباح:

هو مبلغ مقدر بجنبه المصرف من دخل أموال المضاربة قبل استقطاع نصيب المضارب للمحافظة علي مستوي معين عائد الاستثمار لأصحاب حسابات الاستثمار.

احتياطي مخاطر الاستثمار:

هو مبلغ مقدر بجنبه المصرف من أرباح أصحاب حسابات الاستثمار بعد استقطاع نصيب المضارب للحماية من الخسارة المحتملة.

إثبات الاحتياطيات:

يتم أثبات الاحتياطات عندما تقرر إدارة المصرف بموافقة أصحاب حسابات الاستثمار بناء هذه الاحتياطات سواء بغرض المحافظة علي مستوى

محدد من عائد الاستثمار لأصحاب الحسابات أم بغرض الحماية من الخسائر المحتملة.

قياس الاحتياطات:

يقاس احتياطي معدل الأرباح بالمبلغ الذي تراه الإدارة ضرورياً لتحقيق الهدف من هذا الاحتياطي.

في نهاية الفترة يعالج المبلغ المطلوب للوصول الي الرصيد المستهدف بصفته توزيعاً للدخل قبل استقطاع نصيب المضارب.

إذا زاد الرصيد عن المبلغ المطلوب يتم حسم الزيادة من الاحتياطي ويعالج في قائمة الدخل بصفته دائناً للجهة ذات العلاقة قبل استقطاع نصيب المضارب.

قياس الاحتياطي:

يقاس احتياطي مخاطر الاستثمار بالمبلغ الذي تراه الإدارة ضرورياً لتحقيق الهدف من هذا الاحتياطي.

في نهاية الفترة يعالج المبلغ المطلوب للوصول الي الرصيد المستهدف بصفته توزيعاً للدخل قبل استقطاع نصيب المضارب.

إذا زاد الرصيد عن المبلغ المطلوب يتم حسم الزيادة من الاحتياطي ويعالج في قائمة الدخل بصفته دائناً لأصحاب حسابات الاستثمار بعد استقطاع نصيب المضارب.

متطلبات العرض:

يعرض في قائمة المركز المالي تحت أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة كل من:

- نصيب أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة في احتياطي معدل الأرباح.
- احتياطي مخاطر الاستثمار.
- يعرض في قائمة المركز المالي تحت حقوق الملكية نصيب المصرف في احتياطي معدل الأرباح.

- يظهر رصيد حقوق أصحاب حسابات الاستثمار الطلقة في نهاية الفترة المالية في قائمة المركز المالي أو الإيضاحات بكل من:
- رصيد الحقوق.
- رصيد نصيبهم في احتياطي معدل الأرباح.
- رصيد نصيبهم في احتياطي مخاطر الاستثمار.

متطلبات الإفصاح:

يفصح المصرف في الإيضاحات عن:

- الأسس التي تم إتباعها في تحديد احتياطي معدل الأرباح احتياطي مخاطر الاستثمار.
- التغيرات في احتياطي معدل الأرباح واحتياطي مخاطر الاستثمار.
- استقطع من حصته في أرباح المضاربة نسبة أو مبلغ معين.
- تحمل مصروف نيابة عن أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة أو المقيدة كتبرع لزيادة أرباح أصحاب حسابات الاستثمار المطلقة أ المقيدة.
- الجهة التي يؤول إليها الرصيد المتبقي من كل من المخصصين عند التصفية.
- مراعاة متطلبات الإفصاح الواردة في معيار المحاسبة المالية رقم (١)..

قائمة المصادر والمراجع

- ال شبيب، دريد كامل، مبادي الإدارة العامةعمان: دار المناهج: ٢٠٠٤م.
- أحمد بن محمد علي المقري، كتاب المصباح المنير، ج١ – ج٢ ،بيروت: دار القلم، د ت.
- أحمد سفر. العمل المصرفي الاسلامي: أصوله وصيغه و تحدياته.- عمان: اتحاد المصارف العربية، الطبعة الاولى، ٢٠٠٤.
- احمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثارها الأنمائية في الاقتصاد الإسلامي،د.ن، ١٩٨٦م.
- عبد الفتاح دياب حسن، إدارة التمويل في مشروعات الأعمال: سلسلة مطبوعات المجموعة الاستشارية العربية، مطبعة النيل، القاهرة، ١٩٩٦م، .
- محمد صالح الحناوي، د.نهال فريد مصطفي، د.جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، ٢٠٠٣/٢٠٠٤.
- أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية – الإسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٥م.
- خالد وهيب الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولي، ٢٠٠٠- ١٤٢١.
- محمد عبد الحميد محمد فرحان، التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة: دراسة لأهم مصادر التمويل، دون طبعة، دون تاريخ.
- فؤاد السرطاوي، التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص: دار المسيرة، عمان، ط١، ١٩٩٩م.
- حسن عبد الله الأمين. المصارف الشرعية وتطبيقاتها الحديثة.- السعودية: البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، ١٩٩٣.
- حسين علي خربوش وعب المعطي رضا الرشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان – الأردن: دار زهران للنشر، ١٩٩٩م.
- حسين علي خربوش وعب المعطي رضا الرشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان – الأردن: دار زهران للنشر، ١٩٩٩م.
- حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك. محاسبة المصارف الإسلامية في ضوء المعارير الصادرة عن هئية المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.- البحرين، ٢٠١١.
- خالد رهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان: دار الميسرة، ١٩٩٩م .
- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر افراد، ادارات، شركات، بنوك، الدار الجامعية، القاهرة ٢٠٠٣ .
- احمد سليمان خصاونة. مقررات لجنة بازل تحديات العولمة استراتيجية مواجهتها.- الاردن: عالم الكتب الحديث و جدارا للكتاب العالمي، ٢٠٠٨.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط٢، عمان الأردن: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ١٩٩٩م.
- رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية مدخل إلي قرارات الاستثمار وسياسات التمويل، عمان: دار الميسرة للطباعة والنشر، ١٩٩٧م.
- زياد رمضان، الإدارة المالية في الشركات المساهمة، ط١عمان: دار الصفاء للنشر، ١٩٩٨م.
- سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، القاهرة: الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٨م.

- سيد الهواري، أساسيات الإدارة المالية،القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م.
- سيد هواري وسعيد توفيق، الإدارة المالية قرارات الأجل الطويل وقيمة المنشاة القاهرة، مكتبة عين شمس، ١٩٩٨م.
- شوقي حسين عبد الله التمويل والإدارة المالية،القاهرة: مكتبة النهضة العربية، ١٩٨٠م.
- شوقي حسين عبد الله، التمويل الإدارة مدخل حديث،القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٧١م.
- الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، الخرطوم: مطابع السودان للعملة المحدودة، ٢٠٠٦م.
- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر،القاهرة: الشركة العربية المتحدة، ٢٠٠٧م.
- الطاهر أحمد الزاوي، ترتيب القاموس المحيط على طريقة المصباح المنير أساس البلاغة، المجلد الأول، ط٢،بيروت: دار الفكر، ١٩٧٠م.
- عبد الحميد أبو موسى. واقع الصناعة المصرفية الإسلامية وتحديات الانفتاح المالي الدولي المعاصر. لبنان: مجلة إتحاد المصارف العربية، العدد ٢٨٧، ٢٠٠٤.
- عبد الحميد محمود، إدارة المخاطر الاستثمارية ط ٥، ٢٠٠٠م الإسكندرية، منشأة المعارف.
- عبد الحميد مصطفى أبو نعام، أساسيات الإدارة المالية، مدرسة إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة،د ن،د ت.
- عبد الرحمن يسري أحمد، النظرية الاقتصادية الكلية "مدخل حديث"،الإسكندرية: الدار الجامعية، ٢٠٠٠م .
- عبد الرحمن يسري. وسائل التمويل الإسلامي، مقترحات نحو مزيد من التطور والفاعلية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد ٢٧٢، ٢٠٠٤.
- عبد العزيز هيكل: موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة – بيروت، ط١، ١٩٨٦ م.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، إسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٧م.
- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقض، الأسواق والمؤسسات المالية،الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٨م.
- عبد الفاتح الصحن، عمر حنين، دراسات في المحاسبة المالية،الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ١٩٨١م.
- عبد القادر صالح محمود، حركة رأس المال العالمي والدول النامية، الخرطوم، بنك السودان، مجلة المصرف، العدد الثامن والثلاثون، ديسمبر، ٢٠٠٥م.
- عبد القادر محمد أحمد عبد الله، أساسيات الإدارة المالية، خالد بن عبد العزيز السهلاري، الشامل للطباعة والنشر، ١٤٣٠هـ، ٢٠٠٩م.
- عبد الناصر العابدي وآخرون، مبادئ الاقتصاد الكلي،عمان: دار صفاء للنشر، ٢٠٠٠م.
- عثمان با بكر، العناصر الأساسية لنظم إدارة المخاطر، الخرطوم: المعهد العالي للدراسات المصرفية، ٢٠٠٢م.
- على عباس، الإدارة المالية، عمان: مؤسسة زهران للنشر، ١٩٩٤م.
- علي عباس، الإدارة المالية، مؤسسة زهران للطباعة والنشر، الجامعة الأردنية، ١٩٩٤م.
- غازي عبد الرازق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفي الدولية، ط٢. عمان: دار وائل للطباعة، ٢٠٠١م.

- فرد ويستون برجام، التمويل والإدارة، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، الرياض: دار المريخ، د ت.
- لجنة المعايير المحاسبية الدولية، المعايير المحاسبية الدولية، عمان: المجمع العربي للمحاسبين، ١٩٩٩م.
- محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ٢٠٠٨م.
- محمد توفيق البلقيني، جمال عبد الباقي واصف، مبادئ الخطر والتامين، القاهرة: دار الكتب الأكاديمية لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م.
- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الإسكندرية: الدار الجامعية الإبراهيمية، ١٩٩٩م.
- محمد صالح عبد القادر. نظريات التمويل الإسلامي.- عمان: دار الفرقان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ١٩٩٧.
- محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة "أسهم – سندات أوراق مالية"، الطبعة الأولى، عمان: دار ومكتبة الحامد للنشر، ٢٠٠٦م.
- محمد مطر، إدارة الاستثمار، الإطار النظري والتطبيقات العلمية، عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م.
- محمود عبد الكريم أحمد أرشيد. الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية.- عمان: دار النفائس، الطبعة الأولى، ٢٠٠١.
- مختار محمود الهانسين، إبراهيم عبد الغني حمودة، مبادئ الخطر والتأمين، القاهرة: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠١م.
- مروان شموط وكنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، ٢٠٠٨م.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م،
- منير إبراهيم هندي، الاستثمار في الأوراق المالية الإسكندرية، مشكاة المصارف ١٩٩٩.
- ناظم محمد نوري، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى عمان: دار وائل للطباعة والنشر، ١٩٩٩م.
- هشام جبر، إدارة المصارف، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م.
- وائل عربيات. المصارف الإسلامية و المؤسسات الاقتصادية.- عمان: الجامعة الأردنية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ٢٠٠٦.

الفهرس